



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

Octobre 2014



La stratégie de maîtrise de l'inflation au Canada¹

Le ciblage de l'inflation et l'économie

- La Banque du Canada a pour mandat de mener la politique monétaire de manière à favoriser la prospérité économique et financière des Canadiens.
- L'expérience du Canada en matière de ciblage de l'inflation depuis 1991 a démontré que c'est en gardant l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible qu'on peut le mieux préserver la confiance dans la valeur de la monnaie et contribuer à la croissance soutenue de l'économie, à la progression de l'emploi et à l'amélioration du niveau de vie.
- En 2011, le gouvernement canadien et la Banque du Canada ont reconduit la cible de maîtrise de l'inflation pour une nouvelle période de cinq ans qui se terminera le 31 décembre 2016. Établie pour l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) global, cette cible est de 2 %, soit le point médian d'une fourchette dont les limites sont fixées à 1 et à 3 %.

L'instrument de politique monétaire

- La Banque mène la politique monétaire en modifiant le taux cible du financement à un jour². Ces modifications se transmettent à l'économie par l'influence qu'elles exercent sur les taux d'intérêt du marché, sur les prix des actifs nationaux et sur le taux de change, dont l'évolution se répercute à son tour sur la demande globale de biens et de services canadiens. L'équilibre entre cette demande et la capacité de production de l'économie constitue, à terme, le principal déterminant des pressions inflationnistes au sein de l'économie.
- Il faut un certain temps — entre six et huit trimestres, habituellement — pour que les effets des interventions en matière de politique monétaire se propagent dans l'économie et se fassent sentir pleinement sur l'inflation. C'est pourquoi la politique monétaire doit avoir une orientation prospective.
- Conformément à son engagement d'assurer des communications claires et transparentes, la Banque présente régulièrement son point de vue sur les forces à l'œuvre au sein de

l'économie et sur leurs implications pour l'inflation. La rédaction du *Rapport sur la politique monétaire* constitue un élément important de cette démarche. Les décisions de la Banque en matière de politique monétaire sont normalement annoncées à huit dates préétablies au cours de l'année et les résultats de l'actualisation de sa projection, y compris les risques qui l'entourent, font l'objet d'une analyse complète publiée quatre fois par an dans le *Rapport*.

Le régime de ciblage de l'inflation est symétrique et flexible

- Le régime canadien de ciblage de l'inflation se distingue par son caractère *symétrique* : la Banque se préoccupe en effet autant d'un taux d'inflation qui dépasse la cible de 2 % que d'un taux qui lui est inférieur.
- Ce régime est également *flexible*. En temps normal, la Banque cherche à ramener l'inflation au taux visé dans un délai de six à huit trimestres. L'horizon pour l'atteinte de la cible d'inflation pourra cependant varier, selon la nature et la persistance des chocs économiques.

Le suivi de l'inflation

- Une bonne part des variations que connaît l'IPC global à court terme est attribuable aux fluctuations des prix de composantes volatiles, comme les fruits et l'essence, et aux modifications des impôts indirects. C'est pour cette raison que la Banque suit de près, outre l'IPC global, un ensemble de mesures de l'inflation « fondamentale », et en particulier un indice appelé IPCX qui exclut huit des composantes les plus volatiles de l'IPC global ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes. Ces mesures lui permettent de faire abstraction des variations temporaires des prix et de se concentrer sur la tendance sous-jacente de l'inflation. L'inflation fondamentale sert de *guide* à la conduite de la politique monétaire pour faciliter l'atteinte de la cible fixée pour l'inflation mesurée par l'IPC global; elle ne se substitue pas à celle-ci.

1 Voir la *Déclaration commune du gouvernement canadien et de la Banque du Canada concernant la reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation* (8 novembre 2011) ainsi que le document d'information publié à ce sujet par la Banque le 9 novembre 2011; on peut consulter ces deux documents dans le site Web de l'institution.

2 Lorsque les taux d'intérêt se situent à zéro, leur niveau plancher, l'assouplissement monétaire additionnel nécessaire à l'atteinte de la cible d'inflation peut être fourni au moyen de trois instruments de politique monétaire non traditionnels : 1) une déclaration *conditionnelle* au sujet de la trajectoire future du taux directeur; 2) l'assouplissement quantitatif; 3) l'assouplissement direct du crédit. Ces mécanismes et les principes qui en régissent l'utilisation sont décrits dans l'Annexe de la livraison d'avril 2009 du *Rapport sur la politique monétaire*.

Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada peut être consulté dans le site Web de la Banque, à l'adresse banqueducanada.ca.

Pour de plus amples renseignements, veuillez communiquer avec le :

Service d'information publique
Département des Communications
Banque du Canada
234, avenue Laurier Ouest
Ottawa (Ontario) K1A 0G9

Téléphone : 613 782-8111;
1 800 303-1282 (sans frais en Amérique du Nord)
Courriel : info@banqueducanada.ca
Site Web : banqueducanada.ca

ISSN 1201-8783 (version papier)
ISSN 1490-1242 (Internet)
© Banque du Canada 2014



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Octobre 2014

Le présent rapport émane du Conseil de direction de la Banque du Canada, composé de Stephen S. Poloz, Carolyn Wilkins, Timothy Lane, Agathe Côté, Lawrence Schembri et Lynn Patterson.

« Pour le praticien qui formule la politique monétaire, l'incertitude n'est pas quelque chose d'abstrait; au contraire, c'est une source de préoccupation quotidienne. L'incertitude, y compris les erreurs qu'elle peut introduire dans la politique, ne doit pas simplement être prise en compte dans nos processus décisionnels *ex ante*; il faut aussi l'assumer *ex post* comme on le ferait d'un vêtement mal ajusté — autrement dit, avec humilité. »

— Stephen S. Poloz

Gouverneur, Banque du Canada
*Intégrer l'incertitude dans l'élaboration de la
politique monétaire — La perspective d'un praticien*
Document d'analyse n° 2014-6
Ottawa (Ontario)
Octobre 2014

Table des matières

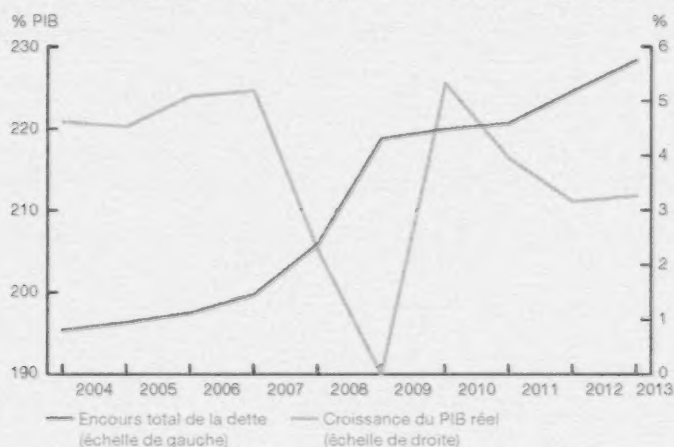
L'économie mondiale.....	1
Les conditions financières demeurent avantageuses malgré la détérioration récente du climat sur les marchés	3
Les vents contraires diminuent dans certaines économies avancées	5
Les perspectives économiques varient aussi selon les marchés émergents	7
Les prix des produits de base ont reculé sous l'effet des changements ayant touché l'offre et la demande	8
Résumé	10
L'économie canadienne	13
Les pressions inflationnistes sous-jacentes demeurent modérées	14
L'économie affiche encore une marge notable de capacités excédentaires	16
L'activité économique reste fortement tributaire de la détente monétaire.....	20
Les exportations semblent se raffermir	22
Les dépenses d'investissement ne suivent pas l'amélioration des exportations	24
L'activité dans le secteur du logement montre un regain de dynamisme	25
L'économie doit atteindre son plein potentiel pour que l'inflation se maintienne durablement à 2 %	28
Les risques entourant les perspectives d'inflation.....	35

L'économie mondiale

Les perspectives de croissance économique varient d'une région à l'autre et demeurent tributaires de la détente monétaire exceptionnelle. L'endettement des secteurs privé et public se situe maintenant à des niveaux encore plus élevés qu'avant la crise financière mondiale, tandis que la faiblesse anticipée de la croissance dans le monde a compromis la capacité d'assurer le service de la dette (Graphique 1). La réduction du levier d'endettement qui en a résulté reste un vent contraire important pour la croissance mondiale. Un autre est le bas niveau de la confiance : l'égard des perspectives économiques, qui a eu pour effet de freiner les investissements des entreprises et le commerce international. Dans ce contexte, une baisse notable des prix du pétrole, découlant de l'offre accrue et des perspectives plus sombres concernant la demande, a donné lieu à un profil d'évolution plus faible des termes de l'échange du Canada.

Malgré ces vents contraires, à mesure que la réduction du levier d'endettement progressera et que la confiance se raffermira, le taux de croissance du PIB mondial devrait passer d'environ 3 % en 2014 à 3 1/2 % en 2015 et en 2016. Ce profil d'expansion pour l'économie du globe est plus faible que ce qui était projeté dans le *Rapport sur la politique monétaire* de juillet (Tableau 1). Dans

Graphique 1 : La hausse du levier d'endettement et le ralentissement de la croissance mondiale compromettent la capacité de rembourser les dettes



Nota : L'encours total de la dette englobe la dette des ménages et des sociétés non financières privées ainsi que la dette brute des administrations publiques, exprimées en pourcentage du PIB nominal. L'encours total de la dette et la croissance du PIB réel sont fondés sur la part de chaque pays ou groupe de pays dans le PIB mondial, qui est elle-même déterminée d'après les estimations du Fonds monétaire international (FMI) des PIB d'un nombre sélectif de pays, mesurés en parité des pouvoirs d'achat et représentant les trois quarts du PIB mondial.

Sources : Banque des Règlements Internationaux; FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, octobre 2014; calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2013

Tableau 1 : Projection relative à la croissance de l'économie mondiale

	Part du PIB mondial réel ^a (en pourcentage)	Croissance projetée ^b (en pourcentage)			
		2013	2014	2015	2016
États-Unis	16	2,2 (1,9)	2,2 (1,6)	2,9 (3,1)	2,7 (3,0)
Zone euro	12	-0,4 (-0,4)	0,8 (0,9)	0,8 (1,4)	1,0 (1,7)
Japon	5	1,5 (1,5)	0,8 (1,3)	0,7 (1,2)	0,8 (1,0)
Chine	16	7,7 (7,7)	7,4 (7,2)	7,0 (7,0)	6,9 (7,1)
Autres pays	51	2,9 (2,9)	2,9 (2,9)	3,2 (3,7)	3,4 (3,8)
Ensemble du monde	100	3,0 (3,0)	3,1 (3,0)	3,4 (3,7)	3,5 (3,8)

a. La part de chaque pays ou groupe de pays est calculée d'après les estimations du Fonds monétaire international (FMI) des PIB mesurés en parité des pouvoirs d'achat pour 2013 publiées dans la livraison d'octobre 2014 des *Perspectives de l'économie mondiale*. Cette mise à jour a fait monter le poids de la Chine et des autres pays et, en conséquence, conduit à une augmentation d'environ 0,1 point de pourcentage de la croissance du PIB pour l'ensemble du monde au regard du *Rapport* de juillet.

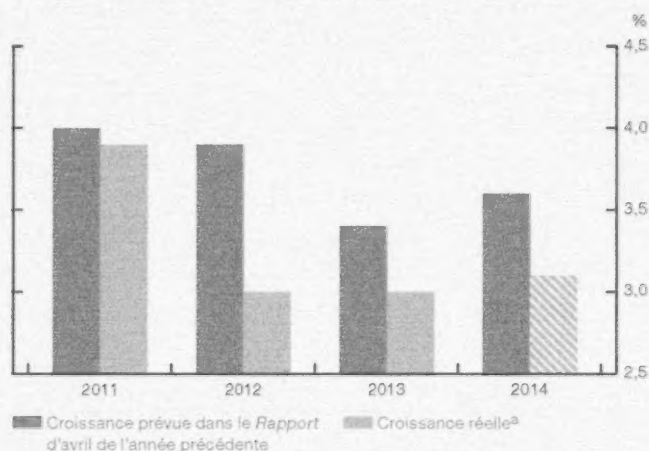
Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, octobre 2014

b. Les chiffres entre parenthèses correspondent aux projections présentées dans la livraison de juillet 2014 du *Rapport sur la politique monétaire*, mais la croissance du PIB pour l'ensemble du monde a été recalculée au moyen de nouvelles pondérations, afin de concorder avec la part actualisée de chaque pays ou groupe de pays.

Source : Banque du Canada

les économies avancées où la réaction des pouvoirs publics à la crise financière mondiale et à la récession qui a suivi a été plus énergique et constante, comme aux États-Unis, la reprise est plus robuste, car la réduction du levier d'endettement dans le secteur privé et l'assainissement budgétaire sont en grande partie arrivés à leur terme. À l'opposé, la reprise dans la zone euro et au Japon s'est essouffée, ces régions étant aux prises avec des vents contraires persistants et des obstacles structurels à la croissance. L'une des préoccupations majeures entourant la projection de l'économie mondiale est la mesure dans laquelle la reprise aux États-Unis pourrait être freinée par la croissance plus lente dans d'autres régions, ce qui viendrait s'ajouter aux déceptions successives concernant la tenue de l'économie du globe depuis la crise (Graphique 2).

Graphique 2 : La croissance mondiale continue d'être inférieure aux prévisions



a. La croissance réelle pour 2014 est une prévision.

Source : Banque du Canada

Dernière valeur du graphique : 2014

Les conditions financières demeurent avantageuses malgré la détérioration récente du climat sur les marchés

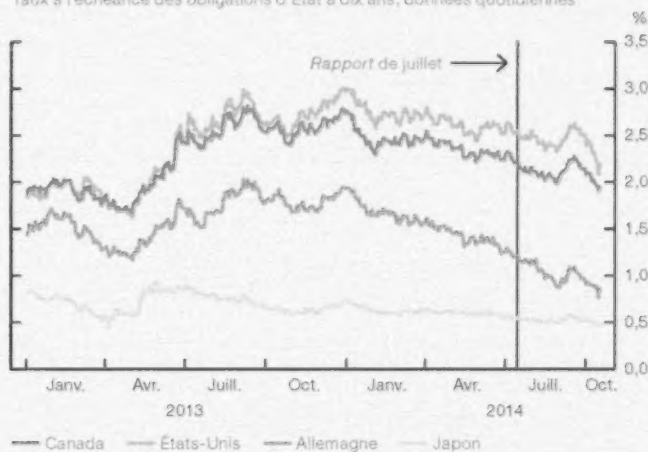
Les politiques monétaires très expansionnistes contribuent à la reprise économique dans de nombreux pays et ont eu une incidence positive sur l'évolution des marchés financiers. Les rendements des obligations à long terme en Amérique du Nord ont baissé. Au Japon, ils avoisinent des creux historiques, comme c'était le cas au moment de la publication du *Rapport* de juillet, alors qu'en Europe, ils ont touché des niveaux exceptionnellement bas, sous l'effet de la croissance décevante du PIB, du recul des attentes d'inflation et d'un nouvel assouplissement des conditions monétaires (Graphique 3).

Le climat s'est détérioré sur les marchés ces dernières semaines, comme en témoigne la réévaluation des actifs plus à risque. Malgré cette réévaluation, les conditions financières restent avantageuses. Les écarts de crédit, particulièrement pour les titres moins bien notés, ainsi que les écarts de rendement sur les obligations des marchés émergents se sont élargis par rapport aux bas niveaux auxquels ils se situaient dernièrement, mais ils demeurent étroits en regard du passé (Graphique 4). Même si le recul récent des indices boursiers mondiaux a effacé tous les gains appréciables réalisés cette année, la reconstitution de la richesse au cours de la période qui a suivi la crise a tout de même été notable. La volatilité s'est également accentuée sur les divers marchés par rapport aux niveaux modérés qu'elle a touchés pendant l'été, mais elle reste historiquement faible pour la plupart des catégories d'actifs.

Compte tenu de la reprise inégale à l'échelle du globe, les politiques monétaires sont susceptibles de varier davantage selon les régions dans la période à venir. Après avoir accru énergiquement la taille de son bilan, la Réserve fédérale américaine devrait annoncer qu'elle met fin à ses achats d'actifs en octobre (Graphique 5). À l'opposé, la Banque du Japon continue à augmenter la taille de son bilan, et la Banque centrale européenne est de nouveau intervenue en septembre pour soutenir la croissance économique

Graphique 3 : Les rendements obligataires ont diminué à l'échelle internationale

Taux à l'échéance des obligations d'État à dix ans, données quotidiennes



Source : Reuters

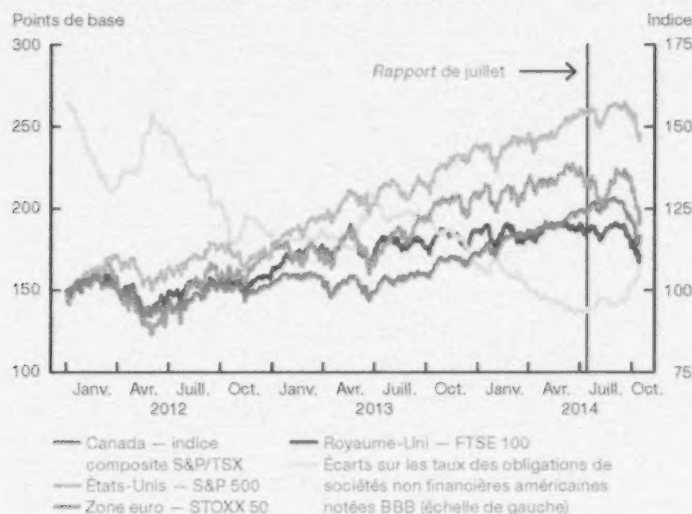
Dernière observation : 17 octobre 2014

dans la zone euro¹. Les attentes des marchés quant à l'évolution future des taux directeurs impliquent des trajectoires différentes des politiques monétaires selon les régions (Graphique 6).

Les écarts dans l'orientation des politiques monétaires impliquée par les marchés et dans les taux de croissance économique attendus contribuent, dans une certaine mesure, à la vigueur du dollar É.-U., qui s'est apprécié depuis juillet par rapport à certaines monnaies, dont le dollar canadien.

Graphique 4 : Le climat s'est détérioré sur les marchés ces dernières semaines et les actifs plus à risque ont été réévalués

Base 100 de l'indice : 3 janvier 2012, données quotidiennes

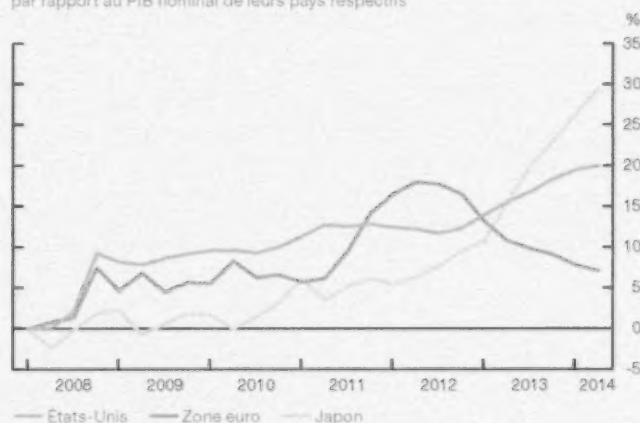


Sources : Bank of America Merrill Lynch et Bloomberg

Dernière observation : 17 octobre 2014

Graphique 5 : La Banque centrale européenne prévoit de ramener son bilan au même niveau qu'en 2012

Variation cumulée des actifs détenus par les banques centrales depuis 2008 par rapport au PIB nominal de leurs pays respectifs



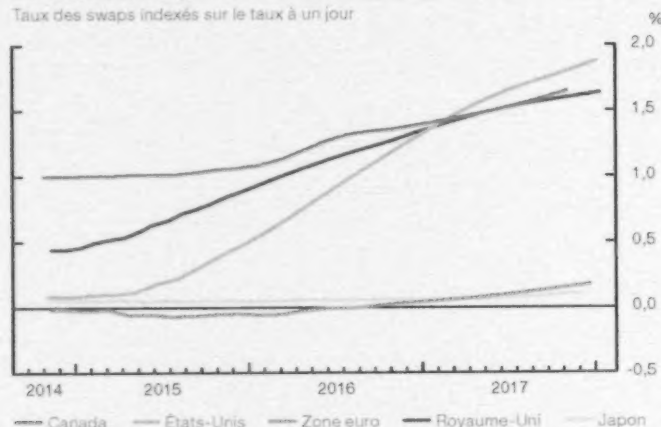
Sources : Bureau d'analyse économique des États-Unis, Réserve fédérale des États-Unis, Eurostat, Banque centrale européenne, Bureau du Cabinet (Japon), Banque du Japon et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2014T2

1 Parmi ces interventions, notons les opérations ciblées de refinancement à plus long terme et les achats de titres privés adossés à des actifs et d'obligations sécurisées afin de ramener la taille de son bilan aux niveaux observés pour la dernière fois en 2012. Par ailleurs, la Banque centrale européenne a abaissé ses principaux taux directeurs.

Graphique 6 : Les trajectoires du taux directeur que révèlent les taux du marché divergent entre les économies

Taux des swaps indexés sur le taux à un jour



Sources : Bloomberg et calculs de la Banque du Canada

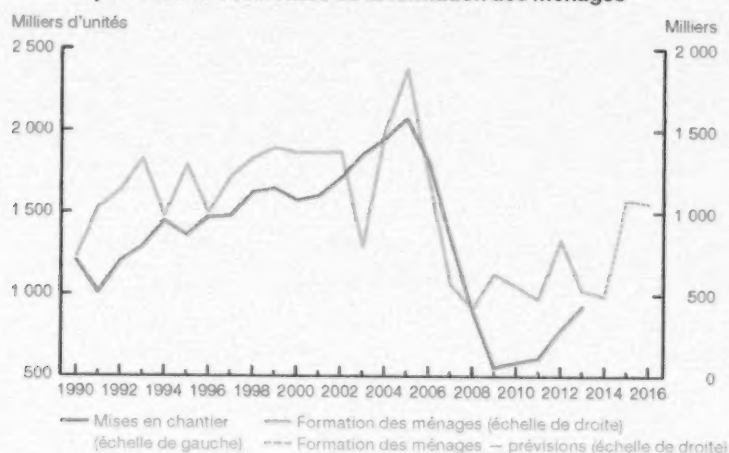
Dernière observation : 17 octobre 2014

Les vents contraires diminuent dans certaines économies avancées

L'élan de l'économie américaine s'intensifie. La croissance, négative au premier trimestre, a rebondi, en raison de l'inversion des effets des facteurs temporaires et ponctuels, notamment l'hiver rigoureux, le recul prononcé des exportations et l'importante correction des stocks. La main-d'œuvre demeure néanmoins nettement sous-utilisée et les gains salariaux ont été modestes, indication qu'il existe encore un degré certain de capacités excédentaires au sein de l'économie.

La croissance du PIB réel américain devrait se redresser au deuxième semestre de 2014 et atteindre près de 3 % en moyenne en 2015 et en 2016. Sur la base de la dispersion passée des prévisions du secteur privé, on s'attend à ce que l'expansion de l'économie américaine en 2015 se situe dans un intervalle de $\pm 0,5$ point de pourcentage autour du taux projeté par la Banque, la fourchette étant légèrement plus large pour 2016. Pour la première fois depuis 2010, les vents contraires attribuables à la situation budgétaire ont diminué. En effet, les dépenses publiques devraient contribuer de façon positive à la croissance du PIB en 2014 et au-delà. La réduction du levier d'endettement des ménages et des entreprises semble pour l'essentiel achevée. La croissance de la consommation devrait être soutenue par les gains obtenus au chapitre de la richesse des ménages et de l'emploi ainsi que par la baisse des prix des produits de base. De fait, on estime que le cours postulé moins élevé du pétrole par rapport à celui présenté dans le *Rapport* de juillet devrait faire grimper le niveau du PIB des États-Unis de 0,2 à 0,4 % au cours de la période de projection.

Une forte hausse des taux hypothécaires au milieu de 2013 et le taux relativement faible de formation de nouveaux ménages se sont traduits par une activité décevante dans le secteur du logement durant la dernière année. Toutefois, on s'attend à ce que les améliorations observées actuellement sur le marché du travail et l'évolution démographique favorable donnent lieu à une reprise de la formation des ménages, ce qui devrait stimuler la construction résidentielle en 2015 et en 2016 (Graphique 7). Parallèlement, sous l'effet de l'accroissement de la confiance et de la hausse de la demande, les investissements des entreprises augmentent plus rapidement.

Graphique 7 : Les mises en chantier aux États-Unis devraient augmenter de pair avec une remontée de la formation des ménages

Nota : Les données sur la formation des ménages proviennent de l'enquête sur les taux d'occupation des logements. Pour calculer les données de 2014, on retient comme taux de croissance en glissement annuel du deuxième semestre le taux de croissance moyen en glissement annuel observé au premier semestre. Dans les prévisions, les groupes d'âges les plus jeunes (moins de 35 ans) conservent les mêmes taux de chef de ménage qu'en 2013, tandis que chez les groupes plus âgés, les taux de chef de ménage continuent de suivre leurs tendances à long terme.

Sources : Bureau du recensement des États-Unis
et calculs de la Banque du Canada

Dernière valeur du graphique : 2016

À mesure que la croissance deviendra autosuffisante, que l'écart de production rétrécira et que les pressions inflationnistes se renforceront, l'économie américaine devrait devenir de moins en moins dépendante de la politique monétaire expansionniste.

Contrairement à ce qui se passe aux États-Unis, la reprise dans la zone euro et au Japon demeure fragile, alors que la réduction du levier d'endettement, les lacunes structurelles sous-jacentes et les défis que pose le marché du travail continuent à brider la croissance. L'emploi dans les deux régions n'est pas encore retourné aux niveaux d'avant la crise (Graphique 8). La croissance du crédit dans le secteur privé poursuit son recul dans la zone euro et demeure relativement basse au Japon (Graphique 9).

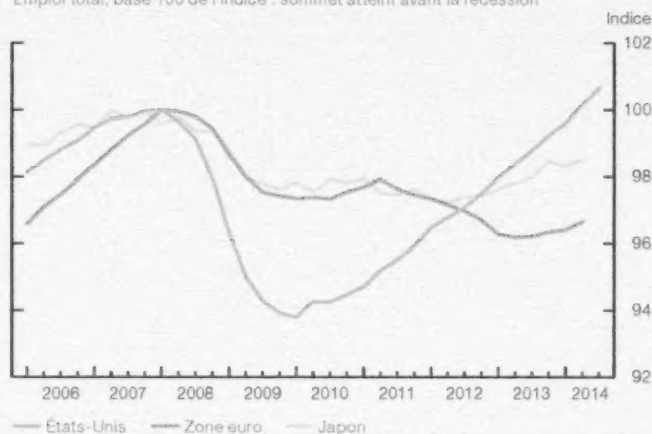
La reprise a stagné dans la zone euro au deuxième trimestre de 2014. L'offre excédentaire substantielle, le ralentissement de la croissance et la faiblesse persistante de l'inflation ont entraîné un recul des attentes d'inflation, ce qui fait planer un important risque à la baisse sur la modeste reprise dans la région.

Durant les deux prochaines années, le taux d'expansion du PIB réel de la zone euro devrait s'établir en moyenne autour de 1 %. La reprise sera soutenue par le raffermissement de la demande mondiale, les politiques de la Banque centrale européenne annoncées récemment, une monnaie relativement faible et les réformes structurelles en cours.

Au Japon, la croissance a chuté de façon marquée au second trimestre de cette année. On anticipait un repli par suite de la majoration de la taxe sur la valeur ajoutée (TVA) en avril, mais des données ultérieures indiquent que l'économie japonaise demeure plus déprimée qu'escompté auparavant. Malgré la détente monétaire considérable, la croissance devrait rester modérée jusqu'à la fin de 2016, la demande de consommation étant encore limitée par la faiblesse des revenus réels disponibles des ménages et un nouveau relèvement de la TVA prévu en 2015. La dépréciation du yen devrait stimuler la demande de biens produits dans ce pays et ainsi contribuer à améliorer les comptes extérieurs du Japon.

Graphique 8 : Le marché du travail aux États-Unis s'est redressé relativement plus vite que dans la zone euro et au Japon

Emploi total, base 100 de l'indice : sommet atteint avant la récession



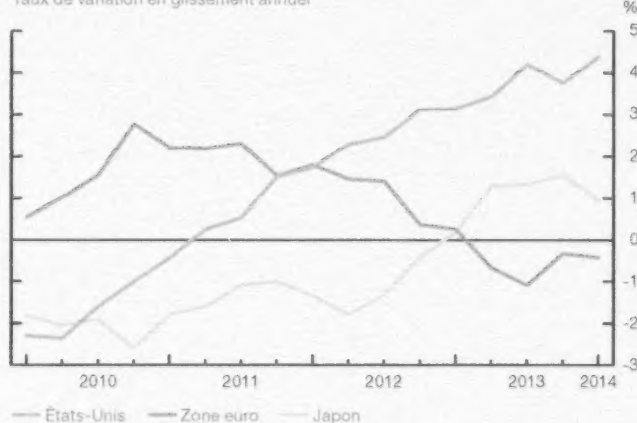
Nota : Le sommet atteint avant la récession est le premier trimestre de 2008 pour les États-Unis et la zone euro, et le deuxième trimestre de 2007 pour le Japon.

Sources : Bureau des statistiques du travail des États-Unis, Banque centrale européenne, ministère de la Santé, du Travail et du Bien-être (Japon) et calculs de la Banque du Canada

Dernières observations :
2014T2 (zone euro et Japon)
et 2014T3 (États-Unis)

Graphique 9 : La croissance du crédit dans le secteur privé continue de reculer dans la zone euro

Taux de variation en glissement annuel



Source : Banque des Règlements Internationaux

Dernière observation : 2014T1

Les perspectives économiques varient aussi selon les marchés émergents

Particulièrement faible au premier trimestre, la croissance en Chine s'est vivement accélérée au deuxième et au troisième trimestres, surtout grâce à l'amélioration des exportations nettes. La Banque s'attend à ce que le taux d'accroissement du PIB réel de la Chine avoisine 7 % en moyenne au cours de la période 2014-2016, soutenu en cela par la politique monétaire largement expansionniste, les mesures budgétaires ciblées mises en place par les autorités pour rééquilibrer l'économie, et le recul des prix du pétrole. Toutefois, la

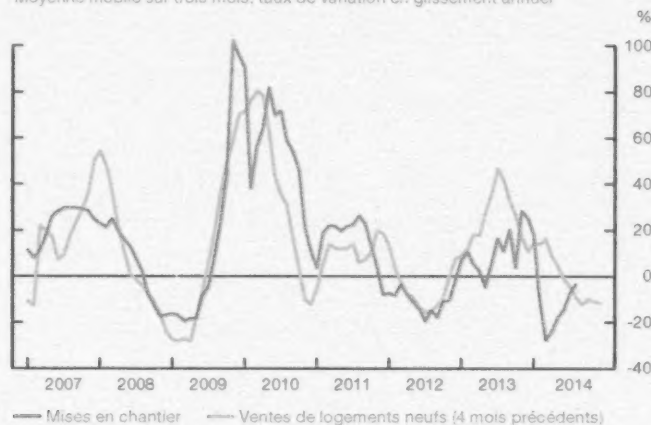
décélération de l'activité sur le marché chinois du logement se poursuit, avec des stocks élevés qui ne cessent d'augmenter ainsi que des prix et des ventes en régression (Graphique 10).

Les autres grandes économies émergentes affichent des profils d'expansion divergents. L'Inde et l'Indonésie bénéficient d'une transition politique réussie, et les réformes structurelles au Mexique favorisent une expansion robuste. Les économies du Brésil, de la Russie et de la Turquie par contre sont beaucoup plus faibles, ce qui est attribuable en partie aux tensions politiques ou géopolitiques.

Selon les projections de la Banque, la croissance se raffermira progressivement dans les pays émergents jusqu'à la fin de 2016, grâce au maintien de conditions financières avantageuses et aux transitions politiques menées à terme dans plusieurs pays. Les gouvernements favorables aux réformes devraient apporter des changements structurels qui contribueront à supprimer les obstacles et à favoriser la croissance.

Graphique 10 : La faiblesse des ventes de logements en Chine exerce des pressions à la baisse sur la construction

Moyenne mobile sur trois mois, taux de variation en glissement annuel



Sources : Bureau national des statistiques de Chine
et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : août 2014

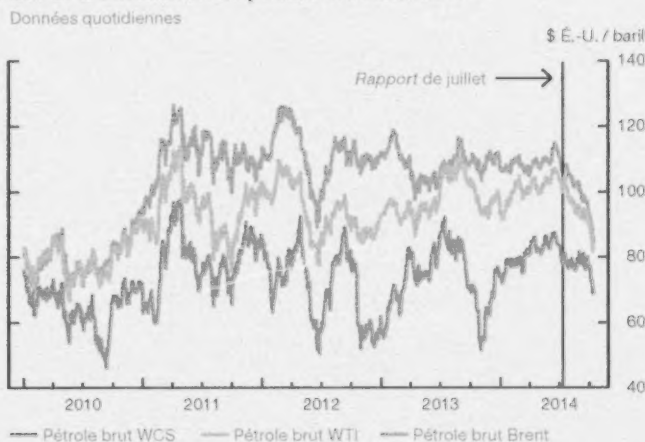
Les prix des produits de base ont reculé sous l'effet des changements ayant touché l'offre et la demande

Malgré l'intensification des tensions géopolitiques, les cours mondiaux du pétrole brut ont chuté depuis la parution du *Rapport* en juillet et se situent actuellement à leur niveau le plus bas en près de quatre ans (Graphique 11). La Banque estime que les deux tiers environ du repli s'expliquent vraisemblablement par l'offre accrue, émanant surtout de la Libye et de la production de pétrole de schiste aux États-Unis, l'autre tiers étant imputable à la demande mondiale observée et anticipée plus faible (Graphique 12). Le cours du Western Canada Select (WCS) a reculé moins que le cours mondial du brut, du fait d'une augmentation de la capacité de transport du pétrole par rail hors de l'Ouest du Canada et de la demande soutenue de pétrole lourd.

Par convention, la Banque postule que les prix de l'énergie demeureront près de leurs niveaux récents. Dernièrement, les cours du Brent, du West Texas Intermediate et du WCS ont avoisiné en moyenne 90, 85 et 70 dollars É.-U. le baril, respectivement. Ces cours sont inférieurs de 15 à 20 dollars à ceux postulés dans le *Rapport* de juillet.

Des risques considérables tant à la hausse qu'à la baisse pèsent sur les perspectives à l'égard du pétrole. La possibilité d'une guerre des prix entre certains grands producteurs constitue un risque à la baisse. Cela dit, le prix du pétrole permettant d'assurer l'équilibre budgétaire² des pays membres de l'OPEP et les coûts marginaux élevés d'approvisionnement en pétrole non classique devraient se traduire à moyen terme par un prix plancher se situant entre 75 et 80 dollars environ pour le Brent. Malgré la chute marquée du cours au comptant, le segment à long terme de la courbe des cours à terme est resté stable depuis l'éclatement du conflit en Iraq au début de juin, signe que les participants au marché craignent une répercussion négative de la situation dans ce pays sur l'offre à plus long terme.

Graphique 11 : Les cours mondiaux du pétrole brut ont chuté

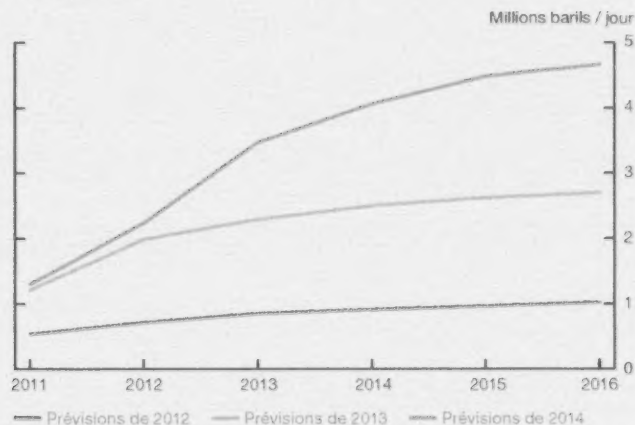


Nota : Les sigles WCS et WTI signifient respectivement Western Canada Select et West Texas Intermediate.

Source : Banque du Canada

Dernière observation : 17 octobre 2014

Graphique 12 : Les prévisions relatives à la production américaine de pétrole léger de réservoirs étanches ont été constamment révisées à la hausse



Nota : Le pétrole léger de réservoirs étanches représente des ressources provenant de réservoirs à faible perméabilité, notamment des formations de schiste et des formations calcaires.

Source : Agence d'information du département de l'Énergie des États-Unis Dernière valeur du graphique : 2016

2. Il s'agit du prix moyen dont certains pays membres de l'OPEP ont besoin pour équilibrer leur budget aux niveaux courants de production durant une année donnée.

Les prix des produits de base non énergétiques se sont repliés depuis la parution du *Rapport* de juillet. Ceux des produits agricoles ont fléchi, en raison d'une récolte record de céréales et de l'incidence plus faible que prévu sur l'offre de porc d'un virus s'attaquant aux porcelets. Les prix du bœuf, cependant, demeurent élevés. Depuis juillet, les prix des métaux communs ont baissé de quelque 6 %, du fait des perspectives préoccupantes concernant la demande chinoise. Néanmoins, les prix des produits de base non énergétiques demeurent essentiellement conformes aux niveaux observés au début de l'année, car le renchérissement des métaux communs et du bétail (attribuable aux contraintes d'offre) a été compensé par une baisse des prix du bois d'œuvre.

Les prix des produits de base non énergétiques devraient descendre encore un peu plus jusqu'au début de 2015, car une diminution constante des prix des produits agricoles fait plus que contrebalancer une augmentation anticipée des prix du bois d'œuvre et des métaux communs. Les prix devraient commencer à remonter par la suite, à mesure que l'économie mondiale se raffermira.

Comparativement à ce qui était escompté dans le *Rapport* de juillet, l'indice des prix des produits de base de la Banque du Canada a reculé de plus de 10 %. Les prix des produits de base énergétiques et non énergétiques sont maintenant inférieurs de quelque 15 % et 5 %, respectivement.

Résumé

Bien que les perspectives de l'économie mondiale aient été revues à la baisse, la croissance de l'économie du globe devrait s'accélérer, grâce notamment à la solide progression de la demande émanant du secteur privé aux États-Unis. Le Canada devrait tirer profit de la vigueur sans cesse accrue de son principal partenaire commercial (**Tableau 1**). Toutefois, les prix des produits de base se sont repliés sensiblement depuis la diffusion du *Rapport* en juillet. Par conséquent, les termes de l'échange du Canada se sont également détériorés. Pour 2015 et 2016, ils devraient être inférieurs de quelque 6 % aux prévisions établies en juillet (**Graphique 13**)³.

Le dollar canadien s'est déprécié depuis la parution du *Rapport* de juillet. Par convention, aux fins de l'établissement de la projection économique, la Banque postule que le dollar canadien se maintiendra au niveau moyen observé récemment, soit de 89 cents, durant la période de projection, ce qui est inférieur au niveau de 93 cents postulé en juillet (**Graphique 14**).

3 Le choc touchant les termes de l'échange est lié notamment à une réévaluation de la répercussion des prix de l'énergie sur les prix à l'importation.

Graphique 13 : Les termes de l'échange du Canada devraient se détériorer

Données trimestrielles

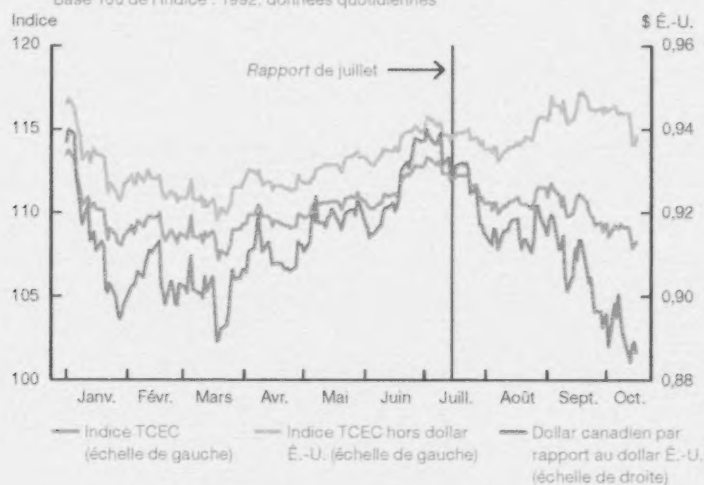


Sources : Statistique Canada et Banque du Canada

Dernières observations : 2014T2 (termes de l'échange) et 2014T3 (taux de change)
Les termes de l'échange au troisième trimestre de 2014 sont une estimation.

Graphique 14 : Le dollar canadien s'est déprécié depuis juillet en raison de la force généralisée du dollar américain

Base 100 de l'indice : 1992, données quotidiennes



Nota : L'indice de taux de change effectif du dollar canadien (indice TCEC) est une moyenne pondérée des taux de change bilatéraux du dollar canadien par rapport aux monnaies des principaux partenaires commerciaux du Canada. Une hausse indique une appréciation du dollar canadien.

Source : Banque du Canada

Dernière observation : 17 octobre 2014

L'économie canadienne

L'inflation au Canada se situe près de la cible de 2 %. L'inflation mesurée par l'indice de référence a augmenté plus rapidement qu'on ne l'avait escompté en juillet, du fait surtout de facteurs sectoriels inattendus. Pour sa part, l'inflation mesurée par l'IPC global évolue essentiellement comme prévu, la hausse de l'inflation mesurée par l'indice de référence ayant été contrebalancée dans une large mesure par les prix de l'énergie plus bas qu'anticipé. La Banque est encore d'avis que les pressions inflationnistes sous-jacentes sont modérées, compte tenu de la marge persistante de capacités excédentaires présente au sein de l'économie et des effets continus de la concurrence dans le commerce de détail.

L'activité économique au Canada est soutenue actuellement par le cours plus faible du dollar canadien et la persistance des bas taux d'intérêt, qui continuent d'aider à neutraliser les vents contraires, y compris l'incidence de l'incertitude et la faible demande mondiale. La part qu'occupent les dépenses des ménages dans la croissance dépasse encore son niveau viable à long terme et il est essentiel que s'opère un déplacement vers les investissements des entreprises et les exportations. Les exportations se sont raffermies, en phase avec la vigueur grandissante de l'économie américaine, mais les investissements restent faibles.

Au fil du temps, les vents contraires extérieurs s'estompant, la confiance dans la durabilité de la demande intérieure et mondiale devrait se renforcer progressivement et la contribution des investissements des entreprises devrait s'accroître. Conjugués à une modération de l'expansion des dépenses des ménages, ces éléments devraient graduellement ramener l'économie canadienne vers une trajectoire de croissance plus équilibrée.

La Banque prévoit que la croissance du PIB réel se situera en moyenne près de 2 1/2 % au cours de la prochaine année, avant de ralentir graduellement pour s'établir aux alentours de 2 % à la fin de 2016, soit près du taux d'expansion estimé de la production potentielle. Les perspectives de croissance au Canada sont grosso modo les mêmes qu'en juillet, les incidences des diverses évolutions mondiales se contrebalançant en grande partie les unes les autres. Le renforcement de l'économie américaine et le niveau plus faible du dollar canadien fournissent un soutien aux exportations canadiennes hors énergie. Par contre, le niveau plus bas des cours mondiaux du pétrole brut et les termes de l'échange plus faibles qui en résultent devraient réduire les revenus au Canada et peser sur les dépenses des ménages et des entreprises.

L'économie se remettant à tourner à plein régime au second semestre de 2016, l'inflation mesurée par l'indice de référence et l'inflation mesurée par l'IPC global devraient s'établir aux environs de 2 % de façon durable.

Les pressions inflationnistes sous-jacentes demeurent modérées

L'inflation mesurée par l'indice de référence et l'inflation mesurée par l'IPC global se situent maintenant près de 2 %. La hausse de l'inflation observée depuis le début de l'année tient pour une bonne part aux effets temporaires de la transmission des variations du taux de change et à d'autres facteurs sectoriels.

La dépréciation du dollar canadien depuis le début de 2013 a exercé sur l'inflation certaines pressions à la hausse temporaires, l'augmentation des prix à l'importation ayant été répercutée sur les prix à la consommation intérieurs. L'ampleur de l'incidence directe du taux de change sur l'inflation mesurée par l'indice de référence et le moment où elle se produit sont difficiles à évaluer avec précision. L'incidence varie d'une entreprise à l'autre, en fonction d'un certain nombre de facteurs, dont l'état de la concurrence dans le secteur concerné, la teneur en importations et la durée des couvertures de change. On peut déduire la transmission des variations du taux de change en examinant l'évolution de l'inflation des biens à teneur élevée en importations. Depuis le début de l'année, les biens intégrés à l'indice de référence qui présentent une forte teneur en importations, en particulier les vêtements, se sont renchérïs davantage que ceux à faible teneur en importations. La dépréciation du dollar canadien semble ajouter en ce moment de 0,1 à 0,3 point de pourcentage environ à l'inflation mesurée par l'indice de référence. Comme certaines des principales composantes volatiles exclues de l'indice de référence sont plus sensibles aux mouvements du taux de change, l'incidence sur l'inflation mesurée par l'IPC global est estimée être plus prononcée, soit de 0,3 à 0,5 point de pourcentage environ⁴. Dans son scénario de référence, la Banque pose l'hypothèse que l'incidence directe du dollar plus faible sur le niveau des prix se sera en bonne partie manifestée vers le milieu de 2015. L'effet sur l'inflation en glissement annuel devrait par conséquent se dissiper d'ici la mi-2016.

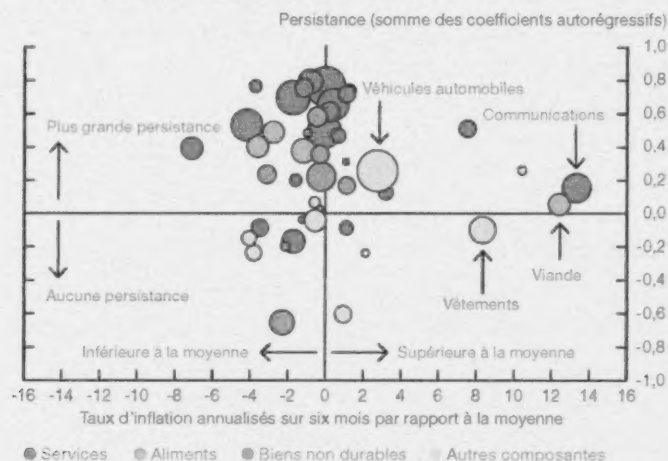
Des facteurs sectoriels continuent d'alimenter temporairement l'inflation mesurée. Les prix des services de communication, tirés par ceux des services téléphoniques et Internet, ont connu en août l'un des plus importants gains mensuels jamais enregistrés. En septembre, les prix ont progressé de 8,9 % en glissement annuel, soit le plus haut taux d'augmentation depuis le début des années 1980. Par ailleurs, les prix de la viande ont grimpé de 11,5 % en glissement annuel en septembre, soit le rythme le plus élevé depuis le milieu de 1987. On s'attend à ce que le renchérissement de la viande se modère, car les prix ont subi une hausse supérieure à ce qui cadrerait avec la transmission habituelle des variations des cours des produits de base, et les prix du porc se sont récemment repliés quelque peu. Plus généralement, l'inflation au-dessus de la moyenne observée depuis le début de l'année s'est concentrée dans des catégories qui tendent à afficher une faible persistance au regard de l'inflation (Graphique 15), de sorte que les taux d'inflation dans ces dernières devraient diminuer à court terme.

Abstraction faite de ces effets temporaires, la marge persistante de capacités excédentaires présente au sein de l'économie et la forte concurrence dans le commerce de détail continuent d'exercer des pressions à la baisse

4 Du fait de la dépréciation du dollar, l'indice de référence et l'ensemble des huit composantes qui en sont exclues ajoutent autour de 0,2 point de pourcentage chacun à l'inflation mesurée par l'IPC global. L'apport des composantes exclues de l'indice de référence s'explique principalement par l'incidence du taux de change sur le prix de l'essence. Au cours de la même période, le recul des cours du pétrole, exprimés en dollars américains, a contribué à réduire l'inflation mesurée par l'IPC global d'environ 0,4 point de pourcentage. En conséquence, la contribution nette du prix de l'essence à l'inflation mesurée par l'IPC global s'établit à peu près à -0,2 point de pourcentage.

sur l'inflation. La Banque estime que la combinaison de ces deux facteurs retranche actuellement environ un demi-point de pourcentage du taux d'augmentation annuel de l'indice de référence.

Graphique 15 : Les composantes de l'indice de référence ayant enregistré une inflation supérieure à la moyenne tendent à afficher un renchérissement moins persistant

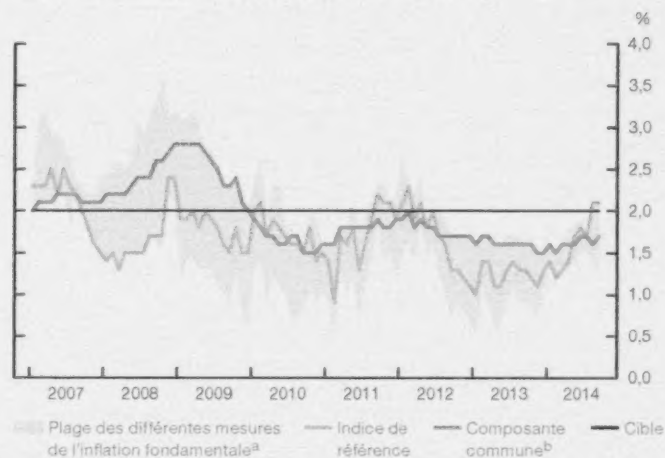


Nota : La taille des bulles reflète le poids relatif des composantes dans l'indice de référence.

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Graphique 16 : Les différentes mesures de l'inflation fondamentale ont généralement augmenté

Taux de variation en glissement annuel, données mensuelles



a. Ces mesures sont l'indice de référence; MOYET; la médiane pondérée; l'IPCP; l'IPC hors alimentation, énergie et effet des modifications des impôts indirects; et la composante commune. Pour les définitions, voir Statistiques>Indicateurs>Indicateurs des pressions s'exerçant sur la capacité de production et l'inflation au Canada>Inflation dans le site Web de la Banque du Canada.

b. Mesure faisant ressortir la composante de l'inflation qui est commune à toutes les séries de données constituant l'IPC. Voir M. Khan, L. Morel et P. Sabourin, *The Common Component of CPI: An Alternative Measure of Underlying Inflation for Canada*, document de travail n° 2013-35, Banque du Canada.

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : septembre 2014

Les autres mesures de l'inflation fondamentale se sont en général redressées depuis le début de l'année. La composante commune, qui convient bien pour faire abstraction des hausses de prix ponctuelles et isolées, s'est maintenue près de 1 1/2 % (Graphique 16).

L'économie affiche encore une marge notable de capacités excédentaires

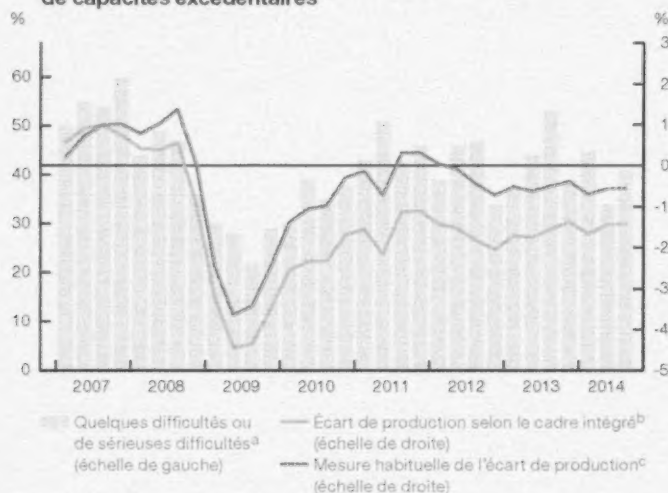
Au Canada, l'activité économique a progressé globalement selon les attentes au premier semestre de l'année. La croissance supérieure aux prévisions au deuxième trimestre de 2014 a été en partie contrebalancée par une révision à la baisse du taux d'expansion au premier trimestre. La croissance a été stimulée par la dissipation des facteurs temporaires qui avaient bridé l'activité plus tôt dans l'année, et a été soutenue par une poussée des exportations hors énergie et la solidité des dépenses des ménages. Par contre, les investissements des entreprises se sont contractés pour un troisième trimestre d'affilée. D'après les estimations de la Banque, le PIB réel s'est accru d'environ 2 1/4 % au troisième trimestre, pour se situer à peu près au niveau qui avait été anticipé dans le *Rapport* de juillet.

Une incertitude considérable entoure les estimations de la marge de capacités excédentaires présente au sein de l'économie. Si la quasi-totalité des indicateurs que suit la Banque continuent de témoigner de capacités inutilisées, les signaux qu'ils envoient divergent grandement en ce qui a trait à l'ampleur de l'excédent de capacités actuel. La Banque a recours à trois principales méthodes pour évaluer l'ensemble des pressions sur la capacité fondées sur la production : 1) la mesure habituelle, 2) le cadre intégré et 3) l'enquête sur les perspectives des entreprises. Selon la mesure habituelle, l'économie affiche en ce moment une modeste marge de capacités inutilisées, qui est réapparue après que la croissance eut ralenti au milieu de 2011 (Graphique 17). À l'inverse, le cadre intégré, qui incorpore à la fois des informations démographiques détaillées et des données macroéconomiques, semble indiquer que l'excédent de capacités oscille entre 1 et 2 % depuis plus de trois ans⁵. Enfin, selon l'interprétation de la Banque, les réponses recueillies dans le cadre de l'enquête sur les perspectives des entreprises concordent avec la présence d'une marge persistante de capacités inutilisées depuis la mi-2012. Comme elles attendent des signes d'un raffermissement durable de la demande avant d'accroître leur capacité, les firmes ont déclaré moduler leur capacité de production en fonction de conditions de marché plutôt faibles et faire davantage appel à leur capacité actuelle pour répondre aux variations de la demande.

Une autre façon d'évaluer la marge de capacités excédentaires dans l'économie consiste à examiner séparément les capacités inutilisées dans les deux grands facteurs de production, à savoir le facteur travail et le capital (Encadré 1). En général, les indicateurs du marché du travail laissent entrevoir une plus grande marge de capacités excédentaires que les mesures

5 Le cadre intégré découle du cadre de ventilation de la croissance, qui distingue les apports du facteur travail tendanciel (nombre d'heures travaillées) et de la productivité tendancielle du travail (production par heure travaillée) au PIB potentiel. Pour le facteur travail tendanciel, le cadre intégré exploite un modèle empirique qui repose essentiellement sur les changements démographiques, mais rend aussi compte du rôle d'autres éléments, comme les effectifs des établissements d'enseignement ou les désincitations imputables à l'assurance-emploi. S'agissant de la productivité tendancielle du travail, le cadre lie le stock de capital à l'investissement, afin de faire ressortir l'intensification tendancielle du capital. Il s'appuie sur une série de filtres et une analyse détaillée de variables, notamment les investissements en machines et matériel ainsi que la recherche et développement, pour l'évaluation de la productivité tendancielle totale des facteurs.

Graphique 17 : L'économie canadienne continue d'afficher une marge notable de capacités excédentaires



- a. Réponses à la question relative aux pressions sur la capacité de production, dans l'enquête sur les perspectives des entreprises. Pourcentage des entreprises ayant indiqué qu'elles auraient quelques difficultés ou de sérieuses difficultés à répondre à une hausse inattendue de la demande ou des ventes.
- b. Ces estimations s'appuient, entre autres choses, sur des données sur les cohortes, le patrimoine, les investissements et l'évolution du marché du travail.
- c. Différence entre la production observée et la production potentielle estimée selon la mesure qu'utilise habituellement la Banque du Canada.

Nota : La valeur estimée de l'écart pour le troisième trimestre de 2014 se fonde sur une augmentation prévue de la production de 2,3 % (en rythme annuel) pour ce trimestre.

Source : Banque du Canada

Dernière valeur du graphique : 2014T3

fondées sur la production. Par exemple, la Banque estime, au moyen du cadre intégré, que l'écart du facteur travail s'établit actuellement à environ -1 3/4 %.

Bien qu'il ait chuté très rapidement à compter de la fin de 2009 pour avoisiner 7 % à la fin de 2011 et qu'il soit demeuré relativement stable depuis, le taux de chômage surévalue vraisemblablement l'amélioration qu'a connue le marché du travail au lendemain de la récession et le degré actuel d'utilisation des ressources. Ainsi, le taux d'activité a reculé de façon marquée au cours de la dernière année, soit deux fois plus environ que ce que laisserait supposer l'évolution démographique. Malgré la hausse récente de l'emploi, le nombre total d'heures travaillées est essentiellement stable et la proportion de l'emploi à temps plein s'est inscrite en baisse. En outre, le pourcentage élevé de travailleurs occupant involontairement un emploi à temps partiel (soit quelque 930 000 travailleurs en moyenne au cours de la dernière année), la durée moyenne du chômage (Graphique 18) et la faible croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre laissent tous entrevoir la persistance d'une offre excédentaire importante. Un indicateur du marché du travail plus complet estimé par la Banque porte également à croire que le taux de chômage a surévalué l'ampleur des améliorations sur les marchés du travail (Graphique 19)⁶.

L'économie canadienne montre peu de signes d'un excédent de capital productif après une décennie d'ajustements structurels aux défis de compétitivité qui a été marquée par une récession économique mondiale. Au cours

6 Pour en savoir plus sur l'indicateur du marché du travail (IMT) du Canada, voir K. Zmitrowicz et M. Khan (2014), « Par-delà le taux de chômage : une évaluation en profondeur des marchés du travail canadien et américain depuis la Grande Récession », *Revue de la Banque du Canada*, printemps, p. 48-60.

Encadré 1

Mesure de la capacité de production au cours d'un cycle économique

Un important repère en matière de politique monétaire est le degré de capacités excédentaires de l'économie, puisque cette donnée fournit de l'information sur les pressions inflationnistes et désinflationnistes. Le niveau global de la marge de capacités excédentaires est habituellement mesuré par l'écart entre la production réelle et la production potentielle. Un écart de production négatif signifie que la production est en deçà de son potentiel et témoigne de l'effet de pressions désinflationnistes. En revanche, un écart positif est signe de pressions inflationnistes.

L'écart de production englobe les contributions d'un écart du facteur travail et d'un écart de capital, qui peuvent, à l'occasion, fournir des renseignements importants dont ne rend pas compte l'écart de production. Afin d'aider à comprendre pourquoi, le présent encadré décrit les trois phases d'une récession et d'une reprise et accorde une attention particulière à la formation et à la résorption des écarts du facteur travail et des écarts de capital au cours de ces phases (Graphique 1-A).

Phase 1 : Entrée dans une période de récession

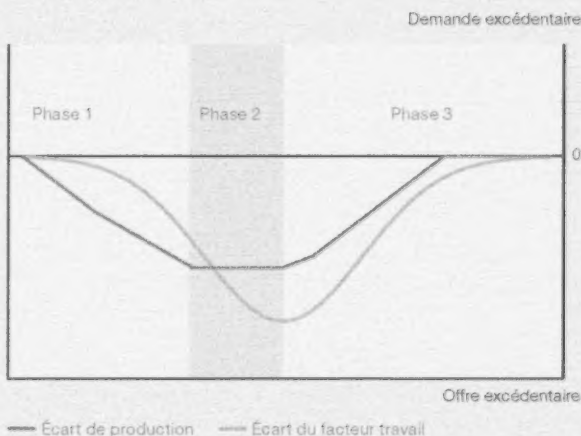
Une économie dont l'écart de production est comblé peut entrer en récession si elle est frappée par un important choc négatif de demande : la demande chute alors par rapport au potentiel et un écart de production se forme. Au départ, l'investissement et l'emploi diminuent parallèlement au recul de la production, mais la réponse de l'emploi est souvent un peu retardée, les entreprises pouvant, dans un premier temps, hésiter à mettre à pied des travailleurs qualifiés et expérimentés. Cette phase se caractérise par un écart de production négatif (la production est en deçà de son potentiel), un écart du facteur travail négatif (certains travailleurs qui désirent être employés sont mis à pied) et un écart de capital (tout le capital ne sera pas entièrement utilisé, et les travailleurs restant employés n'atteindront peut-être pas leur plein rendement).

Phase 2 : La demande de travail est faible ou en baisse et la capacité physique diminue

Au cours de cette phase, l'écart de production se creuse parallèlement à l'écart du facteur travail. Le creusement de ce dernier survient alors que les taux d'emploi continuent de décroître sous l'effet de la persistance du choc négatif. L'investissement demeure également anémique au cours de cette phase.

Lors d'une récession typique ou plus localisée, le profil de la production potentielle peut être en bonne partie épargné parce que le repli de la demande peut être en grande partie

Graphique 1-A : Représentation stylisée d'une récession destructrice



Source : Banque du Canada

absorbé par des mesures de réduction de la production, comme la diminution du nombre de quarts de travail dans le secteur manufacturier. Lors de récessions modérées, la capacité de production demeure essentiellement en place et prête à être utilisée lorsque la demande reprendra.

Lors d'une récession plus longue et plus persistante, comme la récente récession mondiale, les économies peuvent être frappées par des forces plus destructrices. Il peut s'agir notamment d'un besoin de restructuration pouvant survenir si, par exemple, la production était déséquilibrée ou insoutenable avant la récession et que certains secteurs affichaient une capacité excédentaire. Il est également possible que des périodes prolongées de réduction des leviers d'endettement, qui font habituellement suite à une crise dans le secteur bancaire, engendrent une croissance anémique ou négative de la demande sur de longues périodes. Dans ces deux cas et, de façon plus générale, lors de récessions très profondes ou de périodes prolongées de faible activité économique, les baisses de production ne suffiront vraisemblablement pas à maintenir la rentabilité, et il devient plus fréquent pour les entreprises de fermer leurs portes ou de se retirer définitivement de certains marchés. Lors de pareilles récessions destructrices, le niveau de la production potentielle est abaissé par la disparition irréversible d'une partie de la capacité de production liée au retrait de certaines entreprises. Par conséquent, la capacité restante est plus entièrement utilisée et l'écart de capital sera probablement moins négatif qu'en situation de récession localisée. Inversement, l'écart

(suite à la page suivante)

Encadré 1 (suite)

du facteur travail sera généralement plus prononcé parce que les entreprises n'ont pas les moyens de garder la main-d'œuvre excédentaire, surtout si elles s'attendent à ce que les ventes reprennent beaucoup plus lentement qu'après une récession localisée.

Phase 3: Reprise et reconstruction

Le troisième stade, c'est-à-dire la reprise et la reconstruction, englobe la période au cours de laquelle la production augmente graduellement pour combler l'écart de production.

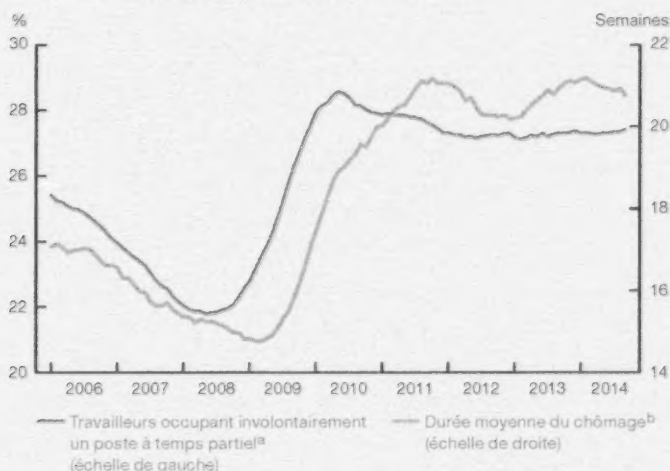
Lors d'une récession localisée, à mesure que la hausse de la demande se raffermi, la production tend à progresser avec l'utilisation accrue du capital, l'augmentation de l'embauche et l'accroissement de l'investissement pour répondre à la demande future. En raison de l'utilisation accrue du capital, l'écart de capital se résorbe, tandis que l'écart du facteur travail se comble sous l'effet de la progression de l'emploi. La production correspond à nouveau au profil du potentiel de production d'avant la récession.

En situation de récession destructrice, l'écart du facteur travail sera sans doute important. Il comprendra notamment des travailleurs qui se sont découragés après avoir

été confrontés à une longue période de chômage ou qui ne parviennent pas à trouver un emploi parce que les restructurations ont réduit les débouchés pour leurs compétences en demande avant la récession. Par contre, il est possible, du fait des fermetures d'entreprises, que le capital restant soit presque entièrement utilisé. En outre, la diminution du stock de capital à la suite de ces fermetures implique une baisse de niveau de la production potentielle, d'où un resserrement apparent de l'écart de production. Dans une situation de récession destructrice où le capital excédentaire s'est contracté, à mesure que la reprise progresse et que la production augmente, il peut arriver que l'écart de production soit comblé alors qu'il subsiste un écart du facteur travail. Cette possibilité fait ressortir l'importance de soutenir l'investissement et de reconstruire la capacité de production lors d'une reprise qui suit une récession destructrice. La reconstruction de la capacité de production facilitera la réabsorption de la main-d'œuvre excédentaire et, l'écart du facteur travail évoluant dans le sillage de l'écart de production, les deux finiront par se résorber. Le degré de détérioration permanente de la production potentielle dépendra de l'ampleur de la destruction engendrée par la récession et de l'efficacité du processus de reconstruction.

Graphique 18 : Le travail à temps partiel involontaire et la durée du chômage demeurent élevés

Données mensuelles, moyennes mobiles sur douze mois



a. En pourcentage du nombre total de travailleurs à temps partiel; données non désaisonnalisées

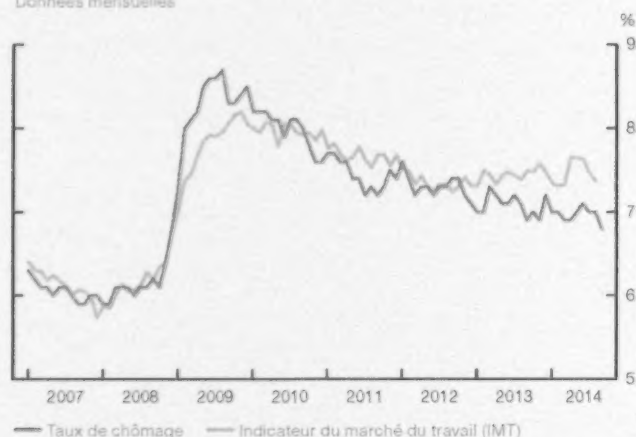
b. En nombre de semaines

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : septembre 2014

Graphique 19 : Selon un indicateur du marché du travail plus complet, le taux de chômage traduit une surévaluation des améliorations récentes

Données mensuelles



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernières observations : août 2014 (IMT) et septembre 2014 (taux de chômage)

de cette longue période, le stock de capital au Canada a profité d'investissements considérables dans les secteurs minier, pétrolier et gazier, mais a également subi les effets de forces de contraction, une partie des capacités dans d'autres secteurs ayant été retirée de la production de façon permanente et des investissements limités ayant été réalisés dans de nouvelles capacités. Compte tenu de l'incertitude tenace concernant les perspectives de croissance économique dans le monde, les firmes se sont généralement montrées réticentes à investir en vue d'accroître leur capacité, et ont plutôt accordé la priorité à des investissements leur permettant d'améliorer leur compétitivité ou de réparer le stock de capital existant. Par conséquent, l'utilisation des capacités s'est accrue et s'est établie maintenant près de sa moyenne historique.

À la lumière des divers indicateurs des pressions s'exerçant sur la capacité de production et de l'incertitude entourant toute estimation ponctuelle, la Banque juge que la marge de capacités excédentaires au troisième trimestre se situait entre 1/2 et 1 1/2 %⁷.

L'activité économique reste fortement tributaire de la détente monétaire

Le niveau d'activité économique et la marge correspondante de capacités excédentaires sont influencés par de nombreux facteurs, dont l'orientation de la politique monétaire. En particulier, la différence entre le taux directeur actuel et le taux neutre constitue un important déterminant du niveau de soutien que fournit la politique monétaire à l'activité économique (Encadré 2).

Comme le taux directeur se trouve actuellement bien en deçà de ce qui est estimé être son niveau neutre au Canada et aux États-Unis, la politique monétaire de part et d'autre de la frontière demeure fortement expansionniste. Cette détente monétaire est nécessaire pour neutraliser les forts vents contraires qui soufflent sur les deux pays. La Banque estime que, si le taux

7 La projection est établie autour du point médian de la fourchette relative à l'écart de production au troisième trimestre de 2014 (c'est-à-dire -1 %).

Encadré 2

Le taux d'intérêt neutre au Canada

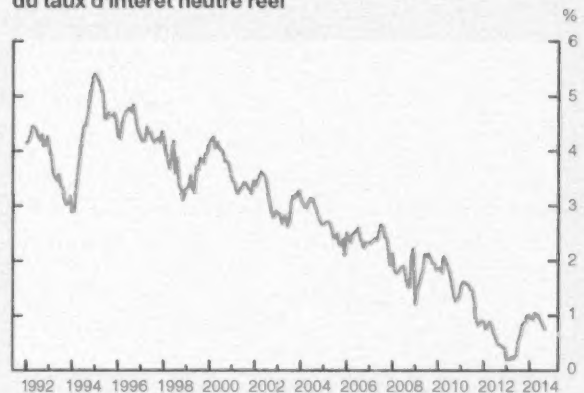
L'estimation du taux directeur neutre fournit un indice de référence qui permet d'évaluer le degré d'assouplissement monétaire dans une économie donnée. Comme le taux d'intérêt neutre (ou naturel) ne répond pas à une définition unique, il importe d'en clarifier le sens. À la Banque, le taux neutre désigne le taux directeur réel dans un contexte où la production s'établit à son niveau potentiel et l'inflation atteint la cible de 2 %, une fois dissipés les effets de tous les chocs cycliques. Le taux neutre fait donc fonction d'ancrage pour le taux directeur à moyen et long terme. La Banque estime que le taux directeur neutre au Canada se situe dans une fourchette allant de 1 à 2 % en valeur réelle, ou de 3 à 4 % en valeur nominale¹, soit à un niveau inférieur de plus de 1 point de pourcentage aux estimations qu'elle en donnait dans le milieu des années 2000 (Graphique 2-A).

Des facteurs structurels ont fait reculer le taux neutre

Les investissements doivent être financés par l'épargne. Ainsi, le taux neutre est le taux d'intérêt qui produit de l'épargne en quantité tout juste suffisante pour financer l'investissement à long terme. Comme l'épargne peut traverser les frontières, le taux neutre au Canada est influencé par des facteurs intérieurs et extérieurs. Plusieurs tendances de nature structurelle observées dans les économies canadienne et mondiale ont contribué à la baisse du taux neutre en limitant la demande d'investissements et en augmentant l'offre d'épargne mondiale :

- **Le ralentissement de la croissance de la production potentielle.** Une faible croissance de la production potentielle réduit le rendement prévu du capital investi et donc la demande de fonds visant à financer les investissements. Au Canada et à l'étranger, l'évolution démographique a pesé sur la croissance potentielle. Au pays et aux États-Unis, la croissance de la production potentielle a diminué, passant d'une moyenne proche de 3 % au cours de la décennie ayant précédé la crise financière mondiale à quelque 2 % pendant la période de projection. On estime que, durant la même période, le taux de croissance potentielle de l'économie mondiale a également baissé.
- **La hausse de l'épargne mondiale.** L'offre d'épargne mondiale a considérablement augmenté depuis le début des années 2000, même après une interruption causée par la crise. De nombreuses économies émergentes, en Asie surtout, appliquent des politiques qui favorisent un fort taux d'épargne. En outre, les cours élevés du pétrole ont permis à nombre de pays qui en exportent d'enregistrer des excédents notables de leur compte courant. Par ailleurs, les taux d'épargne dans les économies avancées progressent depuis 2008. Le Fonds monétaire international prévoit le maintien de cette tendance, compte tenu de la nécessité de réduire le levier d'endettement, d'assainir les finances publiques et de redresser les bilans dans bien des économies avancées (Graphique 2-B).

Graphique 2-A : La tendance baissière des taux d'intérêt réels à long terme dans le monde est révélatrice d'un recul du taux d'intérêt neutre réel



— Rendement des obligations d'État à rendement réel à dix ans (pondéré en fonction du PIB)

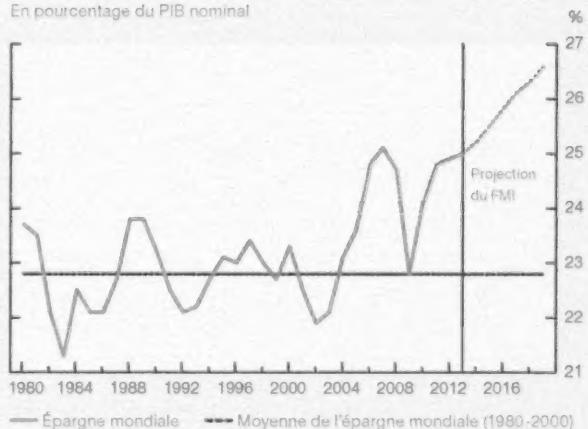
Nota : Données corrigées pour tenir compte des attentes d'inflation à un horizon d'un an.

Sources : Fonds monétaire international, Consensus Economics, Bloomberg et calculs de la Banque du Canada.

Dernière observation : septembre 2014.

Graphique 2-B : Le taux d'épargne devrait continuer à progresser

En pourcentage du PIB nominal



Source : Fonds monétaire international, Perspectives de l'économie mondiale, octobre 2014.

Dernière observation : 2013
Dernière valeur du graphique : 2019

- **Le creusement des écarts de crédit.** L'accroissement des coûts associés à l'intermédiation financière, qui s'explique en partie par l'adoption d'une réforme nécessaire de la réglementation financière, pourrait donner lieu à des écarts de crédit bien supérieurs à leur niveau d'avant la crise. De façon générale, le glissement de la demande vers des actifs sûrs au détriment des actifs à risque est susceptible de restreindre l'offre de crédit pour les emprunteurs privés. De son côté, le resserrement du crédit pourrait décourager la demande d'investissements réels et stimuler l'épargne (en réduisant la consommation).

¹ Pour des analyses complémentaires sur le taux neutre, voir C. Wilkins (2014), *La politique monétaire et la reprise décevante*, discours prononcé devant la CFA Society Toronto, Toronto (Ontario), 22 septembre; et R. R. Mendes (2014), *The Neutral Rate of Interest in Canada*, document d'analyse n° 2014-5, Banque du Canada.

directeur s'était établi à son niveau neutre au Canada comme aux États-Unis depuis la fin de 2010 et que la Réserve fédérale n'avait pas pris des mesures d'assouplissement quantitatif, l'écart de production au Canada aurait été de -5 1/2 % au troisième trimestre de cette année. Compte tenu d'une telle marge de capacités excédentaires, l'inflation mesurée par l'indice de référence aurait chuté bien en dessous de 1 %. Ce sont le secteur du logement et la consommation de biens durables, y compris les ventes d'automobiles, qui ont le plus bénéficié de cette détente monétaire, ces dernières étant estimées à environ 280 000 véhicules de plus en 2014 que si le taux directeur avait été à son niveau neutre au Canada et aux États-Unis. La détente monétaire a également profité indirectement aux exportations canadiennes grâce à l'incidence des taux d'intérêt américains plus bas sur la consommation et les dépenses d'investissement aux États-Unis.

L'estimation que fait la Banque du taux neutre est empreinte d'une incertitude considérable. Un taux neutre différent de celui que postule actuellement la Banque se répercuterait sur les perspectives d'évolution de l'activité économique et de l'inflation. Ainsi, un taux neutre inférieur impliquerait un degré de détente monétaire moins élevé qu'on ne le suppose en ce moment et le risque que l'inflation ne retourne pas à la cible durablement au cours de la période de projection. À l'inverse, un taux neutre supérieur entraînerait le risque que l'inflation dépasse la cible.

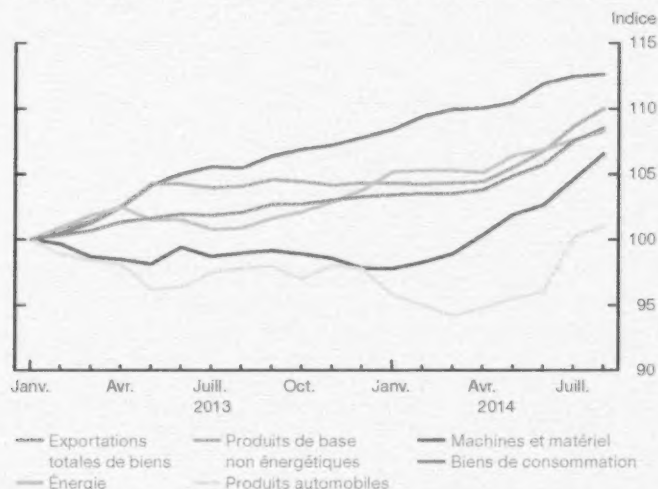
Les exportations semblent se raffermir

Les exportations canadiennes ont bondi au deuxième trimestre, sous l'effet du renforcement des dépenses d'investissement aux États-Unis et de la dépréciation passée du dollar canadien. Selon des données récentes, les exportations ont de nouveau progressé au troisième trimestre.

Le redressement des exportations a été relativement généralisé, le secteur de l'énergie enregistrant de nouveaux gains et les exportations de produits hors énergie affichant une solide expansion (Graphique 20). Une partie

Graphique 20 : Le redressement des exportations de biens au cours des derniers mois a été relativement généralisé

Données mensuelles, moyenne mobile sur six mois (base 100 de l'indice : janvier 2013)



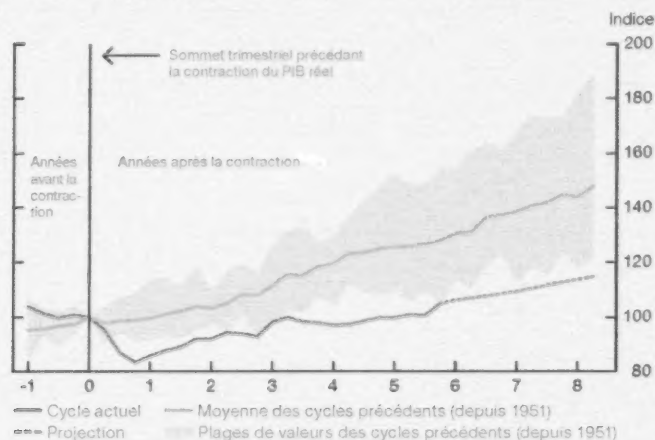
de la croissance des composantes hors énergie (par exemple, les voitures automobiles et les camions légers, les pièces de véhicules automobiles et les produits alimentaires intermédiaires) est liée au rebond qui a suivi un premier trimestre très faible. Toutefois, on note maintenant des signes d'une progression plus soutenue de plusieurs autres composantes, dont les machines et le matériel, les produits métalliques ouvrés ainsi que les matériaux de construction et d'emballage.

La Banque entrevoit un maintien de la croissance des exportations, à la faveur d'un renforcement de l'activité étrangère et de l'effet bénéfique du niveau plus bas du dollar canadien sur la compétitivité des entreprises du pays. Le niveau des exportations est plus élevé que ce qui était anticipé en juillet, ce qui rend compte des niveaux accrus observés récemment et du niveau projeté plus élevé de l'activité aux États-Unis d'ici la fin de l'année prochaine. Ce point de vue est également étayé par les résultats de l'enquête sur les perspectives des entreprises menée cet automne par la Banque, selon lesquels les exportateurs observent des signes plus tangibles d'une amélioration de la croissance des ventes et prévoient une accélération des ventes à l'étranger. Cela dit, le profil des exportations demeure beaucoup plus faible qu'au cours des cycles précédents, et il subsiste des risques à la baisse (Graphique 21).

Ce profil des exportations tient dans une grande mesure à la timidité de la reprise mondiale, mais également, comme la Banque l'a souligné dans les livraisons précédentes du *Rapport*, à des défis sur le plan de la compétitivité et à des enjeux structurels. Une analyse effectuée récemment par le personnel à partir de données fortement désagrégées sur les exportations a contribué à éclairer davantage ces questions. Ses résultats tendent à indiquer que la capacité de certains secteurs a fortement décliné depuis 2000. Dans les grandes catégories d'exportations qui affichent une tenue décevante (soit 16 des 31 catégories d'exportations hors énergie), autour du quart des sous-secteurs (c'est-à-dire environ 500 sur un total de 2 000) ont subi une baisse de plus de 75 % de leurs exportations depuis 2000. Plus du tiers de cette baisse est liée aux exportations de camions lourds. Les autres sous-secteurs ayant enregistré des reculs notables sont les locomotives, les meubles en

Graphique 21 : Les exportations demeurent faibles par rapport aux cycles précédents

Évolution comparative des exportations, en termes réels, sur différents cycles; base 100 de l'indice : trimestre précédant la contraction du PIB réel, données trimestrielles



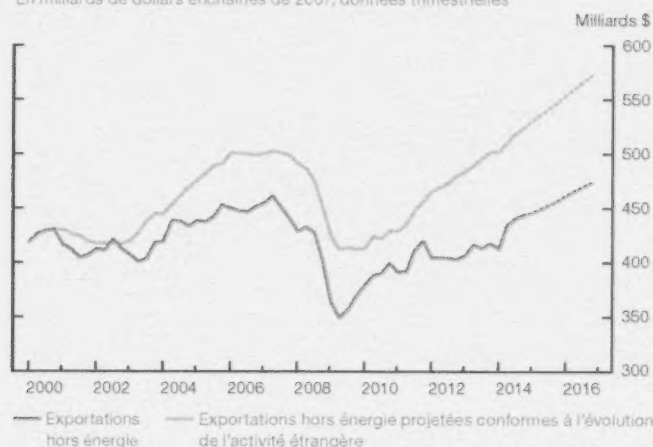
Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

bois, les tricots, les automobiles de petite taille et le papier kraft. Des informations anecdotiques, notamment de nombreux reportages de médias faisant état de fermetures d'installations, portent à croire que ces reculs découlent de problèmes de compétitivité ou de nature structurelle et représentent donc une perte de capacité de production.

Si l'on compare cette situation avec un scénario qui suppose une croissance des exportations de ces produits au même rythme que l'activité étrangère, on constate un écart atteignant quelque 30 milliards de dollars (en termes réels) en 2013, ce qui équivaut à une réduction de 7 % du total des exportations hors énergie en 2013. L'atonie de ces secteurs est responsable à presque 40 % de la faible tenue des exportations hors énergie comparativement à l'activité étrangère depuis 2000 (Graphique 22).

Graphique 22 : L'écart concernant les exportations hors énergie devrait demeurer important pendant la période de projection

En milliards de dollars enchaînés de 2007, données trimestrielles



Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

Les dépenses d'investissement ne suivent pas l'amélioration des exportations

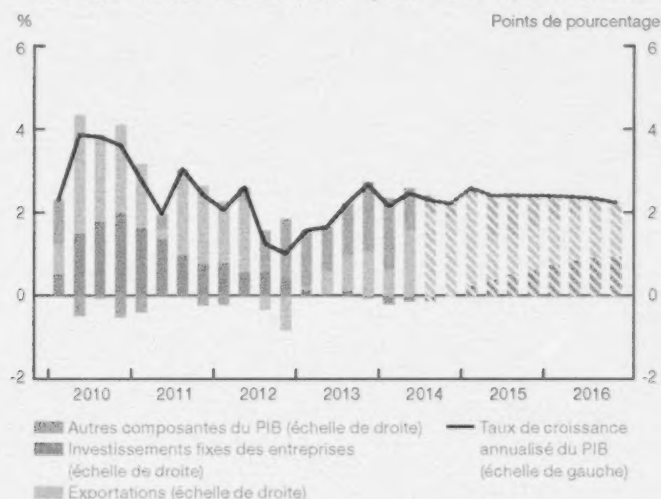
Les investissements des entreprises ont été très faibles récemment. Si un nombre grandissant de secteurs d'exportation semblent avoir amorcé le virage de la reprise, ce n'est que lorsque ce redressement sera perçu comme durable qu'il se traduira par une hausse des investissements, cette dernière étant nécessaire pour que l'économie renoue avec une croissance soutenable et équilibrée (Graphique 23). Parallèlement, il existe des risques à la baisse liés à la possibilité que le niveau plus faible des cours des produits de base soit persistant, ce qui freinerait les investissements dans les secteurs minier, pétrolier et gazier.

D'autres facteurs exercent des effets globalement positifs sur les dépenses d'investissement : les bilans des sociétés sont solides et les conditions de financement sont très avantageuses. De plus, on devrait constater au fil du temps une augmentation naturelle des investissements aux fins de réparation et de réapprovisionnement du stock de capital vieillissant. On ne constate toutefois à ce jour aucun signe d'un regain de la création d'entreprises.

Les résultats de l'enquête automnale sur les perspectives des entreprises indiquent que le solde des opinions concernant les intentions d'investissement est demeuré relativement élevé, ce qui ne devrait toutefois pas se traduire immédiatement en une forte hausse de la croissance des investissements. Bien que, dans l'ensemble, les entreprises envisagent de réaliser des investissements en machines et matériel, un nombre restreint d'entre elles prévoient des investissements importants qui leur permettraient d'accroître leur capacité de production au Canada. Les analyses du personnel de la Banque donnent à penser que la capacité excédentaire de la plupart des secteurs qui devraient alimenter la reprise des exportations hors énergie est actuellement suffisante pour répondre à la demande. Ces secteurs incluent la fabrication de produits intermédiaires en métal, de produits métalliques usinés, de produits minéraux non métalliques, ainsi que d'autres appareils, matériel et pièces électroniques et électriques. Une exception notable est le secteur des produits du bois, dont le taux d'utilisation des capacités est bien supérieur à sa moyenne historique.

Graphique 23 : Après une période de croissance soutenue des exportations, les investissements des entreprises devraient se redresser

Contribution à la croissance du PIB réel; moyenne mobile sur quatre trimestres



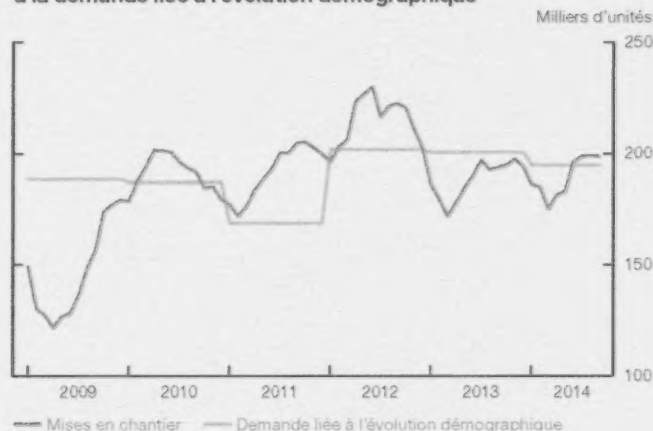
Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

L'activité dans le secteur du logement montre un regain de dynamisme

La vivacité du marché du logement s'est accrue depuis la parution du *Rapport* de juillet. Plus robuste qu'escompté, l'activité dans le secteur de l'habitation a été stimulée par le niveau très faible et persistant des taux hypothécaires et a affiché une vigueur qui surpasse la reprise du terrain perdu en raison des niveaux d'activité bridés par les conditions météorologiques plus tôt cette année.

Le nombre de mises en chantier est resté à peu près conforme à la demande liée à l'évolution démographique ces derniers mois (Graphique 24). Toutefois, les ventes de maisons existantes se sont nettement redressées depuis le début de l'année, pour atteindre leur niveau le plus élevé en quatre ans (Graphique 25). Cette vitalité a contribué à

Graphique 24 : Le nombre de mises en chantier est à peu près conforme à la demande liée à l'évolution démographique



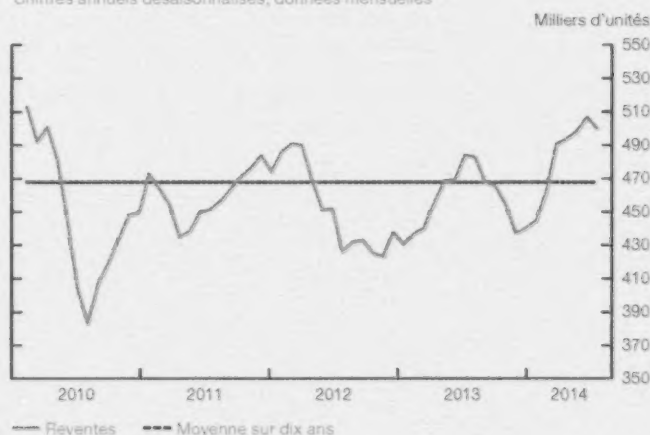
Nota : Les mises en chantier sont indiquées en milliers d'unités. Ces chiffres annualisés correspondent aux moyennes mobiles sur trois mois établies à partir de données mensuelles désaisonnalisées. La demande liée à l'évolution démographique est estimée à l'aide de données annuelles.

Sources : Statistique Canada et
calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : septembre 2014 (mises en chantier)
Dernière valeur du graphique : 2014 (demande)

Graphique 25 : Les ventes de maisons existantes ont connu un nouvel essor au cours des derniers mois

Chiffres annuels désaisonnalisés, données mensuelles



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : septembre 2014

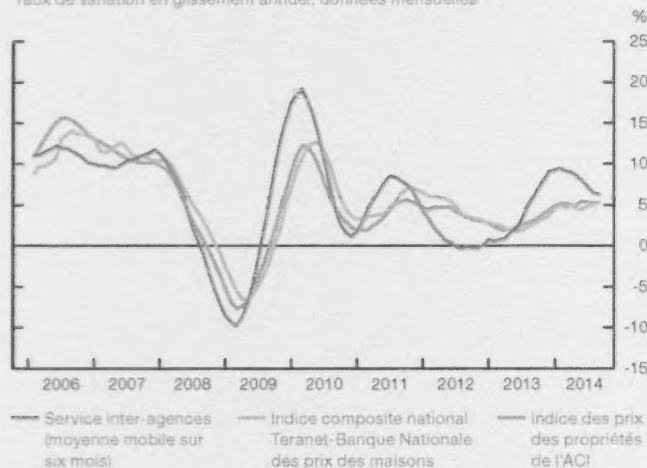
l'augmentation notable des prix des logements, bien que le portrait de l'ensemble du pays masque toujours d'importantes disparités régionales (Graphique 26 et Graphique 27). En général, les marchés de l'est du Canada présentent des signes d'un atterrissage en douceur, la hausse des prix et les volumes des ventes étant faibles historiquement. En revanche, les marchés du logement des grandes villes de l'Ontario, de l'Alberta et de la Colombie-Britannique sont globalement robustes et beaucoup plus tendus. Bien que ce dynamisme soit en grande partie attribuable à des facteurs démographiques favorables et à la vive progression de l'emploi dans certaines régions du pays, il donne néanmoins à penser que les déséquilibres dans le secteur des ménages pourraient s'accroître davantage.

Les dépenses de consommation ont récemment fait preuve elles aussi d'un certain regain de vigueur, les ventes d'automobiles en particulier atteignant des niveaux records. L'aplomb des secteurs du logement et de la consommation a entraîné une légère augmentation de la croissance des crédits aux ménages.

La Banque continue de s'attendre à ce que la part de l'investissement résidentiel dans l'économie se replie pour s'établir à un niveau plus viable durant la période de projection. Le déclin des cours des produits de base et des termes de l'échange devrait peser sur le revenu des ménages et contribuer à un ralentissement modeste de leurs dépenses. Dès lors, le

Graphique 26 : La hausse des prix des maisons a été soutenue ces derniers mois

Taux de variation en glissement annuel, données mensuelles

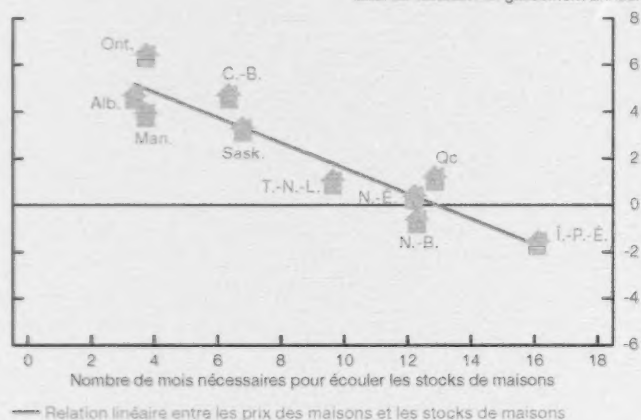


Sources : Teranet-Banque Nationale, Association canadienne de l'immeuble (ACI) et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : septembre 2014

Graphique 27 : La dispersion régionale de la croissance des prix des maisons est en phase avec le resserrement relatif des marchés du logement

Prix des propriétés Service inter-agences, taux de variation en glissement annuel



Nota : Le graphique illustre la moyenne mobile sur trois mois de la variation des prix en glissement annuel calculée à l'aide de données désaisonnalisées. Le nombre de mois nécessaires pour écouler les stocks de maisons est établi à partir de données corrigées.

Sources : Association canadienne de l'immeuble et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : septembre 2014

taux d'épargne devrait se maintenir près des niveaux récents. Le ratio de la dette au revenu disponible des ménages devrait augmenter légèrement au-dessus de son niveau actuel déjà élevé, avant de se stabiliser en 2016.

Toutefois, ces perspectives relatives aux secteurs du logement et des ménages dépendent d'autres aspects de la projection, notamment une économie mondiale plus robuste, une croissance plus forte des exportations canadiennes et des investissements au pays, ainsi que le début d'une normalisation des taux d'intérêt du marché à l'échelle mondiale.

L'économie doit atteindre son plein potentiel pour que l'inflation se maintienne durablement à 2 %

La Banque prévoit que la croissance du PIB réel se situera en moyenne près de 2 1/2 % au cours de la prochaine année, avant de ralentir graduellement pour s'établir aux alentours de 2 % à la fin de 2016, soit près du taux d'expansion estimé de la production potentielle (Encadré 3). Même si le niveau moins élevé du dollar canadien fera partiellement contrepoids, la Banque estime qu'au final, le profil plus faible des termes de l'échange de la projection actuelle par rapport à celle de juillet retranchera environ 1/4 de point de pourcentage de la croissance du PIB en 2015, sous l'effet conjugué des niveaux plus faibles des dépenses des ménages et des entreprises.

La Banque s'attend à ce que l'économie se remette graduellement à tourner à plein régime au deuxième semestre de 2016 (Tableau 2 et Tableau 3). Compte tenu du degré d'incertitude inhérent aux projections, la Banque est d'avis que la croissance du PIB se situera vraisemblablement en 2015 à $\pm 0,5$ point de pourcentage du taux prévu dans le scénario de référence, la fourchette étant un peu plus large pour 2016.

Le rythme d'expansion de la production potentielle devrait demeurer assez stable au cours de la période 2014-2017. Bien que des facteurs démographiques, principalement le vieillissement de la population, doivent entraîner

Tableau 2 : Contribution à la croissance annuelle moyenne du PIB réel
En points de pourcentage^{a, b}

	2013	2014	2015	2016
Consommation	1,3 (1,3)	1,4 (1,3)	1,3 (1,4)	1,1 (1,2)
Logement	0,0 (0,0)	0,1 (0,0)	0,0 (0,0)	-0,1 (0,0)
Administrations publiques	0,1 (0,1)	-0,1 (-0,1)	0,2 (0,2)	0,3 (0,3)
Investissements fixes des entreprises	0,1 (0,1)	-0,1 (0,0)	0,4 (0,6)	0,9 (0,8)
Total partiel : demande intérieure finale	1,5 (1,5)	1,3 (1,2)	1,9 (2,2)	2,2 (2,3)
Exportations	0,7 (0,7)	1,5 (0,9)	1,3 (1,4)	1,1 (1,3)
Importations	-0,4 (-0,4)	-0,5 (-0,1)	-0,8 (-1,0)	-1,0 (-1,3)
Total partiel : exportations nettes	0,3 (0,3)	1,0 (0,8)	0,5 (0,4)	0,1 (0,0)
Stocks	0,2 (0,2)	0,0 (0,2)	0,0 (-0,2)	0,0 (0,0)
PIB	2,0 (2,0)	2,3 (2,2)	2,4 (2,4)	2,3 (2,3)
Pour mémoire :				
Production potentielle	1,9 (1,9)	1,9 (1,9)	1,9 (2,0)	1,9 (1,9)
Revenu intérieur brut réel	2,0 (2,0)	1,8 (2,5)	1,7 (2,8)	2,5 (2,5)

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés des projections présentées dans la livraison de juillet 2014 du *Rapport sur la politique monétaire*. Les données relatives à la production potentielle proviennent de l'Annexe A de la livraison d'octobre 2013 du *Rapport*.

b. Du fait que les chiffres sont arrondis, la somme des éléments ne correspond pas toujours au total.

Encadré 3

Réévaluation de la production potentielle

Le présent encadré fournit des précisions sur l'évolution probable de la croissance de la production potentielle d'ici 2017. La détermination du niveau actuel de la production potentielle permet à la Banque du Canada d'estimer l'écart de production, tandis que l'établissement de projections quant à la croissance de la production potentielle apporte un éclairage utile sur les perspectives d'expansion économique au pays.

La production potentielle correspond au niveau de production que peut générer une économie de façon soutenue sans attiser les pressions inflationnistes. Pour analyser la production potentielle, nous considérons, d'une part, la croissance tendancielle du facteur travail (nombre total d'heures travaillées) et, d'autre part, la croissance tendancielle de la productivité du travail (production réelle par heure travaillée). Nous nous fondons dans nos analyses sur des modèles et des indicateurs, ainsi que sur notre jugement.

La production potentielle devrait croître à un taux généralement stable, légèrement inférieur à 2 %, de 2014 à 2017 (Tableau 3-A et Graphique 3-A), le redressement du rythme d'accroissement tendanciel de la productivité du travail contrebalançant largement de nouveaux reculs du taux d'augmentation tendanciel du facteur travail. Les perspectives à l'égard de la production potentielle n'ont pratiquement pas changé depuis la dernière réévaluation que nous avons effectuée en octobre 2013.

Tableau 3-A : Taux de croissance projeté de la production potentielle

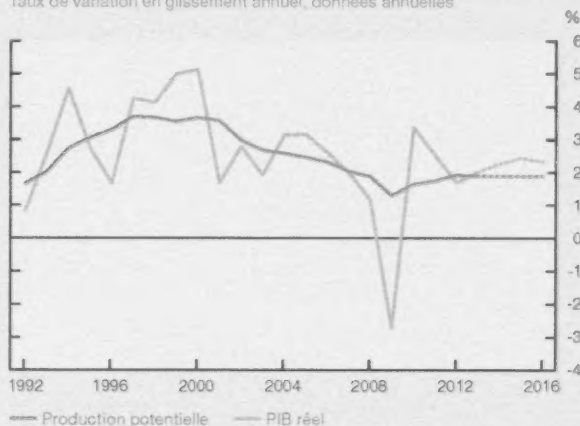
Variation (en pourcentage) en glissement annuel

	2014	2015	2016	2017
Fourchette des estimations	1,7-2,1	1,6-2,2	1,5-2,3	1,3-2,3
Point médian de la fourchette	1,9	1,9	1,9	1,8
Croissance tendancielle du facteur travail	0,7	0,6	0,5	0,4
Croissance tendancielle de la productivité du travail	1,2	1,3	1,4	1,4

Deux évolutions majeures observées depuis ont eu une incidence sur notre estimation de la croissance de la production potentielle en 2014 et en 2015. Premièrement, en 2014, les investissements des entreprises ont été jusqu'à présent inférieurs à ce qui avait été projeté dans la livraison d'octobre 2013 du *Rapport sur la politique monétaire*. L'effet modérateur de cette faiblesse des investissements sur le

Graphique 3-A : La croissance de la production potentielle devrait demeurer stable, près de 2 %, pendant la période de projection

Taux de variation en glissement annuel, données annuelles



Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

Dernière observation : 2013

taux d'accroissement tendanciel de la productivité du travail s'exerce directement en réduisant l'approfondissement du capital (plus faible proportion de capital par travailleur), ainsi qu'indirectement en influant sur la productivité totale des facteurs. Deuxièmement, le rythme d'accroissement de la productivité du travail en 2014 a été beaucoup plus élevé qu'escompté, passant de -0,7 % à la fin de 2012 à 2,7 % au second trimestre de 2014, une hausse notable ayant été observée dans pratiquement tous les secteurs (Graphique 3-B). Cette vigueur inattendue tient vraisemblablement en partie au redressement du rythme d'accroissement tendanciel de la productivité du travail. On considère que ces deux facteurs se contrebalancent à peu près au cours de la période de projection.

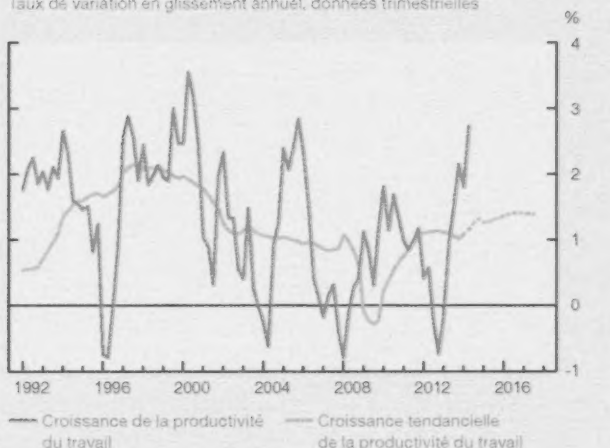
Le ralentissement continu prévu du taux d'augmentation tendanciel du facteur travail — qui passe de 0,7 % en 2014 à 0,4 % en 2017 — reflète l'incidence du déclin à la fois du taux d'emploi (Graphique 3-C) et du nombre moyen d'heures travaillées (associé au vieillissement des baby-boomers), ainsi que de la diminution de la croissance du nombre d'entrants sur le marché du travail liée aux taux de fécondité relativement bas des vingt dernières années. À la faveur du redressement de l'activité à l'étranger et des exportations hors énergie dans les trimestres à venir, les entreprises canadiennes devraient accroître leurs investissements, notamment en machines et en matériel générateurs de productivité, ce qui devrait contribuer à accélérer l'intensification du capital et à permettre de bons gains d'efficacité. Ces évolutions devraient favoriser un rebond

(suite à la page suivante)

Encadré 3 (suite)

Graphique 3-B : Le redressement attendu des investissements des entreprises devrait concourir à une amélioration de la croissance de la productivité du travail

Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

Dernière observation : 2014T2 (croissance de la productivité du travail)

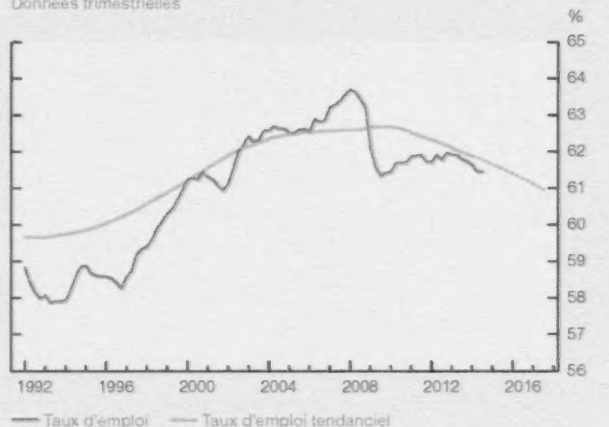
de la croissance tendancielle de la productivité du travail, qui devrait avoisiner 1,4 % en 2016 et en 2017.

Une analyse de la sensibilité des résultats aux diverses hypothèses sur lesquelles se fondent les projections laissent entrevoir qu'en 2015 la croissance de la production potentielle s'établira dans une fourchette de $\pm 0,3$ point de pourcentage par rapport au scénario de référence, et à l'intérieur d'une fourchette légèrement plus large par la suite. La marge d'incertitude qui entoure notre estimation de la croissance tendancielle de la productivité du travail est particulièrement grande en ce moment. Dans notre projection de base, nous posons l'hypothèse d'une reprise vigoureuse de la croissance de l'investissement des entreprises en 2015 et en 2016, laquelle devrait porter les taux de croissance tendancielle de la productivité du travail à des niveaux plus élevés que ceux que l'on a connus dans les dix dernières années (Graphique 3-B). Il faudra vraisemblablement s'attendre à une croissance de la production potentielle moins forte si les chiffres de l'investissement continuent à décevoir.

Par ailleurs, l'expansion anticipée des exportations pourrait entraîner une progression bien plus forte des investissements, y compris sous forme d'accroissement de la création d'entreprise et d'augmentation du nombre des

Graphique 3-C : Le vieillissement des baby-boomers contribue à un ralentissement de la croissance tendancielle du facteur travail

Données trimestrielles



Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

Dernière observation : 2014T3 (taux d'emploi)

firmes exportatrices, et pourrait faire grimper le taux de croissance tendancielle de la productivité du travail à des niveaux plus élevés qu'attendu. Ce risque illustre plus généralement l'idée qu'une progression plus marquée que prévu du PIB réel pourrait s'accompagner d'une croissance plus robuste de la production potentielle, l'économie pouvant croître davantage avant que les tensions inflationnistes commencent à apparaître.

Dans le même ordre d'idées, il se pourrait que le raffermissement considérable de la croissance de la productivité du travail observé récemment soit de nature structurelle plutôt que cyclique. Or, compte tenu du caractère de cette progression et de la volatilité historique des chiffres de la productivité du travail, la prudence commande de considérer la majeure partie de ce raffermissement comme un ajustement cyclique indépendant d'une hausse de la croissance tendancielle de la productivité du travail. Cependant, il n'est pas exclu, si la croissance se poursuit au taux actuel, que le taux de croissance tendanciel soit fortement revu à la hausse, ce qui pourrait conduire la Banque à relever son estimation du niveau actuel de la production potentielle, ainsi que du taux de croissance du PIB potentiel pour l'ensemble de la période de projection.

Tableau 3 : Résumé des projections relatives à l'économie canadienne^a

	2013	2014				2015				2016			
	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIB réel (taux de variation trimestriel annualisé)	2,7 (2,7)	0,9 (1,2)	3,1 (2,5)	2,3 (2,3)	2,5 (2,4)	2,4 (2,5)	2,4 (2,5)	2,4 (2,3)	2,4 (2,3)	2,3 (2,3)	2,3 (2,3)	2,2 (2,1)	2,0 (1,9)
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	2,7 (2,7)	2,1 (2,2)	2,5 (2,4)	2,3 (2,2)	2,2 (2,1)	2,6 (2,4)	2,4 (2,5)	2,4 (2,5)	2,4 (2,4)	2,4 (2,4)	2,4 (2,3)	2,3 (2,3)	2,2 (2,2)
Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	1,2 (1,2)	1,3 (1,3)	1,7 (1,6)	2,0 (1,7)	2,1 (1,8)	1,9 (1,6)	1,8 (1,6)	1,7 (1,7)	1,8 (1,8)	1,9 (1,9)	1,9 (1,9)	1,9 (2,0)	2,0 (2,0)
IPC global (taux de variation en glissement annuel)	0,9 (0,9)	1,4 (1,4)	2,2 (2,1)	2,0 (2,0)	2,2 (2,2)	1,6 (2,0)	1,4 (1,7)	1,5 (1,8)	1,8 (1,9)	1,9 (2,0)	1,9 (2,0)	1,9 (2,0)	2,0 (2,0)

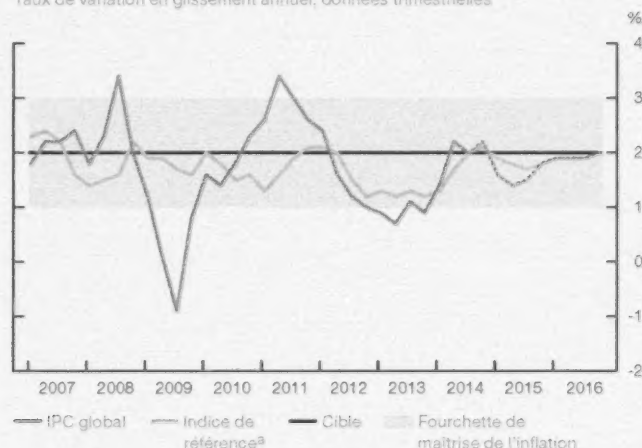
a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés des projections présentées dans la livraison de juillet 2014 du *Rapport sur la politique monétaire*. Les hypothèses relatives aux prix du pétrole brut se fondent sur la moyenne récente des cours au comptant.

un fléchissement du taux de croissance tendancielle du facteur travail, son incidence sur la croissance potentielle devrait être en grande partie contrebalancée par une amélioration modeste de la progression tendancielle de la productivité du travail associée au raffermissement escompté de la croissance des investissements des entreprises.

L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait continuer d'avoisiner 2 % tout au long de la période de projection. La dépréciation du dollar canadien enregistrée durant les deux dernières années environ et l'incidence des chocs sectoriels devraient continuer de pousser à la hausse le taux d'inflation en glissement annuel jusque vers la mi-2016. Faisant contrepoids à ces effets, les capacités excédentaires au sein de l'économie et les répercussions de la concurrence dans le commerce de détail devraient continuer de soumettre le taux d'augmentation de l'indice de référence à des pressions à la baisse, ces dernières allant toutefois en diminuant. Il est difficile d'évaluer avec précision l'ampleur des effets de la concurrence sur l'IPC et le moment de leur dissipation. Au deuxième semestre de 2016, lorsque l'économie atteindra et maintiendra son plein potentiel selon les prévisions, l'inflation devrait se situer à environ 2 % de façon durable (Graphique 28).

Graphique 28 : L'inflation devrait revenir à 2 % de façon durable au cours du deuxième semestre de 2016

Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



a. Indice excluant huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes

Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

Comme il a été mentionné précédemment, il existe une incertitude considérable quant à la marge de capacités excédentaires au sein de l'économie, y compris en ce qui concerne la dynamique de l'écart du facteur travail par rapport à l'écart de production (**Encadré 1**). Il est par conséquent difficile de déterminer exactement combien de temps il faudra pour que l'économie atteigne son plein potentiel et pour que l'inflation retourne à la cible de façon durable. Par exemple, en se fondant sur la limite inférieure de la fourchette relative à l'écart de production au troisième trimestre (-1 1/2 %), la Banque estime que l'inflation mesurée par l'indice de référence se replierait pour s'établir autour de 1 1/2 % au deuxième semestre de 2015, soit 0,2 point de pourcentage de moins que projeté dans le scénario de référence, si l'on suppose l'absence de nouvelles mesures de politique monétaire. Il faudrait en outre attendre environ trois trimestres de plus pour que l'inflation retourne à la cible de manière durable. À l'inverse, si l'on prend comme point de départ un écart de production de -1/2 %, l'inflation passerait à quelque 0,2 point de pourcentage au-dessus de la projection du scénario de référence en 2015.

L'inflation mesurée par l'IPC global devrait continuer d'avoisiner 2 % à court terme, puis reculer pour se situer à environ 1 1/2 % à la mi-2015, principalement en réaction à la chute récente des prix de l'énergie. L'inflation mesurée par l'IPC global devrait augmenter progressivement par la suite pour rejoindre la cible au deuxième semestre de 2016. Comme toujours, le profil de l'inflation mesurée par l'IPC global peut varier grandement, en fonction des mouvements des prix de composantes énergétiques volatiles. Ainsi, l'hypothèse d'une hausse (baisse) de 10 % des cours du pétrole dans le scénario de référence se traduirait par une projection de l'inflation mesurée par l'IPC global plus élevée (plus basse) de 0,3 point de pourcentage sur l'année à venir.

Les attentes d'inflation demeurent bien ancrées : les compilations de Consensus Economics publiées en octobre font état de taux d'augmentation prévus de l'IPC global de 2,0 % pour 2014 et de 1,9 % pour 2015. Les résultats de l'enquête sur les perspectives des entreprises parus cet automne laissent supposer que la vaste majorité des firmes prévoient toujours que l'inflation se maintiendra à l'intérieur de la fourchette de 1 à 3 % au cours des deux prochaines années, la tendance centrale⁸ étant légèrement inférieure à 2 %.

En se fondant sur la dispersion passée des prévisions du secteur privé, la Banque estime qu'un intervalle raisonnable autour de sa projection de référence concernant l'inflation mesurée par l'IPC global est de $\pm 0,3$ point de pourcentage⁹. Cet intervalle vise à donner une idée de l'incertitude entourant les prévisions. Les graphiques en éventail, qui sont obtenus au moyen d'une analyse statistique des erreurs de prévision de la Banque, offrent à cet égard une perspective complémentaire¹⁰. Le **Graphique 29** et le **Graphique 30** présentent les intervalles de confiance à 50 % et à 90 % relatifs au rythme d'augmentation en glissement annuel de l'indice de référence et de l'IPC global, respectivement, pour la période allant du quatrième trimestre de 2014 à la fin de 2016.

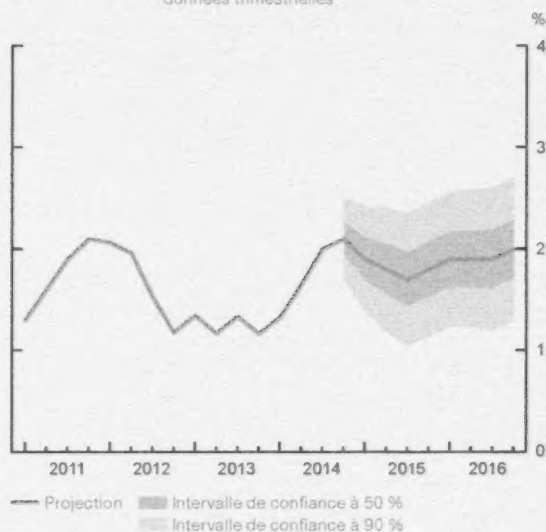
8 Une question complémentaire a été ajoutée à l'enquête sur les perspectives des entreprises à l'été 2014 afin de cerner la probabilité que chaque firme attribue à diverses fourchettes d'inflation. La tendance centrale correspond à la médiane du taux implicite de l'inflation attendue par les répondants, calculée à partir de ces probabilités.

9 Voir l'Encadré 1 de la livraison d'octobre 2013 du *Rapport sur la politique monétaire*.

10 Ces graphiques relient les erreurs qui entachent les projections pour la période allant jusqu'à huit trimestres à compter du trimestre en cours. Ces erreurs sont fondées sur les projections d'inflation des livraisons précédentes du *Rapport sur la politique monétaire* et de ses mises à jour et sont calculées à partir des données trimestrielles de la période allant du premier trimestre de 2003 au deuxième trimestre de 2014.

Graphique 29 : Projection relative à l'inflation mesurée par l'indice de référence

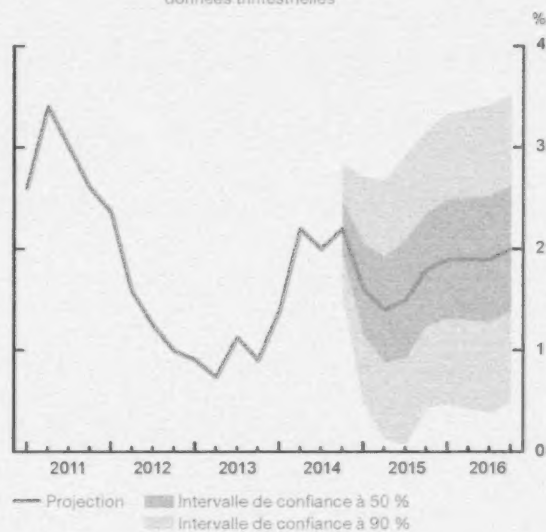
Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



Source : Banque du Canada

Graphique 30 : Projection relative à l'inflation mesurée par l'IPC global

Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



Source : Banque du Canada

Les risques entourant les perspectives d'inflation

Plusieurs risques liés à la conjoncture extérieure ainsi qu'à la situation économique intérieure pèsent sur les perspectives d'inflation. La Banque estime que les risques entourant sa projection de l'évolution de l'inflation sont relativement équilibrés.

Les principaux risques touchant l'inflation sont les suivants :

1) Demande privée plus vigoureuse aux États-Unis

La demande privée plus vigoureuse qu'escompté aux États-Unis constitue le plus important risque à la hausse touchant l'inflation au Canada. À la faveur de la bonne santé financière des sociétés et de leur forte rentabilité, une résurgence des esprits animaux pourrait les amener à accroître leur embauche et leurs investissements davantage que prévu. Ces améliorations stimuleraient la confiance et donneraient lieu à des revenus du travail plus élevés, ce qui aurait pour effet de soutenir les dépenses des ménages et l'activité économique en général. L'activité plus robuste aux États-Unis aurait, à son tour, des retombées positives sur la croissance dans le reste du monde et sur les prix des produits de base. Les exportations canadiennes bénéficieraient du raffermissement de la demande mondiale. Les prix des produits de base plus élevés profiteraient aux producteurs de matières premières et fourniraient une impulsion additionnelle à la dépense du secteur privé au Canada par le renforcement des termes de l'échange et du revenu.

2) Croissance mondiale encore décevante

Il existe un risque que la croissance de l'économie mondiale déçoive de nouveau en demeurant inférieure à son potentiel en 2015 et en 2016. Ce risque pourrait être déclenché par divers facteurs, dont la concrétisation de la stagnation séculaire, un ralentissement provoqué par le secteur du logement et des tensions financières en Chine, ainsi qu'une situation géopolitique qui minerait la confiance à l'échelle du globe. Si l'un de ces risques se matérialisait, il pèserait sur la croissance des économies américaine et canadienne, par la voie des canaux du commerce, des liens financiers et de la confiance, en réduisant la demande extérieure d'exportations canadiennes ainsi qu'en faisant baisser les termes de l'échange du Canada.

3) Prix du pétrole plus bas

Les prix mondiaux du pétrole ont chuté de façon marquée depuis la parution du *Rapport* de juillet, du fait des inquiétudes à propos de la demande mondiale et des importants facteurs à l'œuvre du côté de l'offre. Il existe un risque que les prix du pétrole baissent davantage, surtout si les perspectives au sujet de la croissance mondiale continuent de s'affaiblir. Certes, des prix du pétrole plus bas profiteraient aux consommateurs, mais l'effet sur le Canada, dans l'ensemble, serait négatif, car les termes de l'échange du pays et le revenu intérieur reculeraient. La persistance de prix du pétrole plus bas qu'escompté pourrait aussi avoir une incidence notable sur les investissements et l'activité dans le secteur pétrolier et la chaîne d'approvisionnement du secteur manufacturier connexe.

4) Exportations et investissements des entreprises au Canada plus faibles

Les dernières données tendent à indiquer qu'un redressement généralisé des exportations est en cours, en phase avec le renforcement continu de l'économie américaine et la dépréciation passée du dollar canadien. Toutefois, en ce qui a trait aux perspectives d'évolution mondiale, un risque demeure que les exportations déçoivent. Une analyse effectuée récemment par la Banque porte à croire que la capacité de production d'un certain nombre de secteurs d'exportation a fortement décliné depuis 2000, des entreprises ayant fermé leurs installations au Canada pour les relocaliser. En raison de cette capacité réduite, les exportations hors énergie pourraient ne pas continuer de profiter autant du raffermissement de la demande extérieure à moyen terme. Parallèlement, la progression des investissements des entreprises ne reflète pas encore la hausse des exportations. Si la Banque s'attend encore à ce que les investissements s'accroissent à mesure que l'incertitude à l'égard de l'économie se dissipera, la concrétisation d'un risque à la baisse planant sur les exportations pourrait aussi compromettre le redressement de la croissance des investissements. Dans l'ensemble, des exportations et des investissements des entreprises plus faibles constitueraient un risque à la baisse en matière d'inflation.

5) Dépenses des ménages plus fortes au Canada

Les dépenses des ménages ont montré des signes d'un regain de dynamisme ces derniers mois. Bien que le scénario le plus vraisemblable reste toujours celui d'un atterrissage en douceur dans le marché du logement, les ménages demeurent vulnérables à des chocs négatifs en raison des prix des maisons et des niveaux d'endettement qui avoisinent des sommets inégalés par rapport aux revenus. La vigueur soutenue du logement et de la consommation stimulerait l'activité économique à court terme, mais exacerberait par ailleurs les déséquilibres existants dans le secteur des ménages, accroissant ainsi la probabilité et la gravité potentielle d'une correction à plus long terme. Si elle se matérialisait, une correction désordonnée de ces déséquilibres pourrait avoir des répercussions considérables sur d'autres pans de l'économie et sur l'inflation.